Droit & PME

www.afnor.org/editions

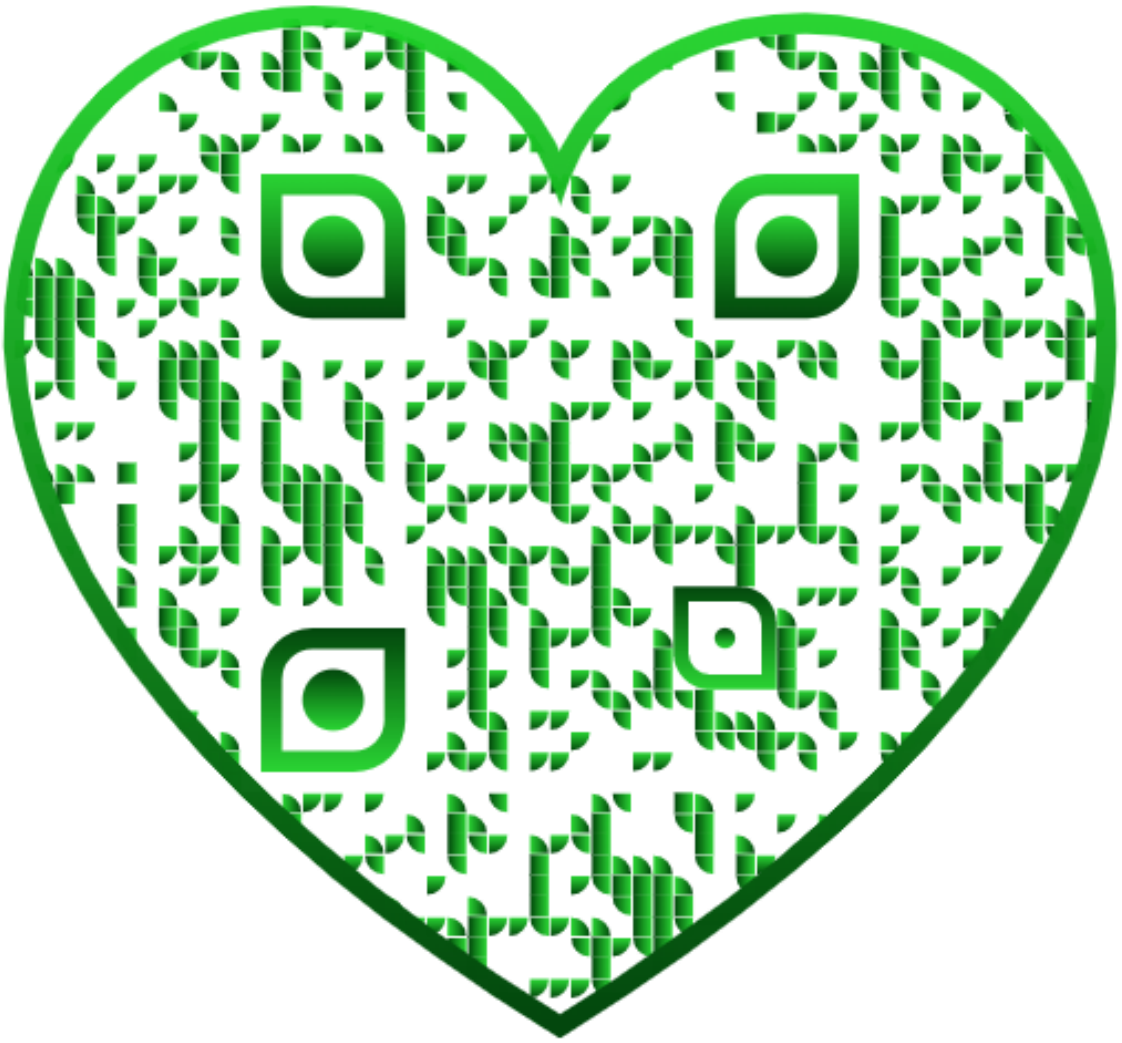
L'introduction en Bourse

Sandy Campart
Jean-Marc Moulin

Copyright © 2015 AFNOR

NetPME
Ressources pour créateurs et chefs d'entreprise

afnor ÉDITIONS



Copyright © 2015 AFNOR.

L'introduction en Bourse

Droit & PME

Copyright © 2015 AFNOR.

Copyright © 2015 AFNOR.

L'introduction en Bourse

Sandy Campart
Jean-Marc Moulin

Copyright © 2015 AFNOR.

NetPME
Ressources pour créateurs et chefs d'entreprise
afnor ÉDITIONS

Les auteurs

Sandy Campart est directeur de l'IUP Banque Finance Assurance – IAE de Caen, maître de conférences et membre du Centre de Recherche en Économie et Management (CREM) des universités Caen Basse-Normandie et Rennes 1. Il est l'auteur de plusieurs articles et communications sur les thèmes de l'efficience des marchés financiers et de l'économie de l'innovation.

Jean-Marc Moulin est professeur de droit à l'université de Caen où il codirige les Masters de Droit des affaires-DJCE et de Gestion d'actifs, Contrôle des risques et Conformité. Il est l'auteur des ouvrages *Le patrimoine du dirigeant – Le guide pratique* (2011), *Transmettre son entreprise – Les différentes formes de cession* (2011) et *La location des actifs professionnels – Le guide pratique* (2012) publiés aux Éditions AFNOR dans la collection Droit & PME.

Vous voulez nous faire partager
une remarque ou une suggestion ?
Contactez-nous :
fabrication-editions@afnor.org

Copyright © 2015 AFNOR.

© AFNOR 2015
Couverture : création AFNOR Éditions – Crédit photo © 2015 Fotolia
ISBN 978-2-12-465484-0

Toute reproduction ou représentation intégrale ou partielle, par quelque procédé que ce soit, des pages publiées dans le présent ouvrage, faite sans l'autorisation de l'éditeur est illicite et constitue une contrefaçon. Seules sont autorisées, d'une part, les reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective et, d'autre part, les analyses et courtes citations justifiées par le caractère scientifique ou d'information de l'œuvre dans laquelle elles sont incorporées (loi du 1er juillet 1992, art. L 122-4 et L 122-5, et Code pénal, art. 425).

AFNOR – 11, rue Francis de Pressensé, 93571 La Plaine Saint-Denis Cedex
Tél. : + 33 (0) 1 41 62 80 00 – www.afnor.org/editions

Sommaire

Présentation de NetPME ..... **IX**

Présentation d'AFNOR Éditions ..... **XI**

Introduction ..... **XIII**

Remerciements ..... **XVII**

Partie I
L'environnement juridique de l'introduction en Bourse

1 L'offre au public de titres financiers **5**

1.1 La notion d'offre au public de titres financiers 6

1.2 Les décisions sociétaires 12

2 Les règles communes aux divers marchés **15**

2.1 L'intervention de Prestataires de Services d'Investissement 15

2.2 Le dossier d'admission 17

2.3 L'Autorité des Marchés Financiers 20

2.4 Le prospectus d'introduction 22

3 Les règles spécifiques aux divers marchés **27**

3.1 Euronext Paris 28

3.2 Alternext 30

3.3 Le marché libre *(over the counter)* 34

Copyright © 2015 AFNOR.

Partie II
L'environnement économique et financier de l'introduction en Bourse

4 L'accès à la cotation : les objectifs et les obstacles 41
4.1 Les objectifs financiers 41
4.2 Les objectifs stratégiques 44
4.3 Les obstacles 48

5 Les modalités des procédures d'introduction en Bourse 51
5.1 Le placement global 52
5.3 Les procédures publiques 55

6 L'évaluation du prix d'introduction 63
6.1 La méthode dite « des multiples boursiers » 64
6.2 La méthode dite « des transactions comparables » 68
6.3 La méthode dite « des flux de trésorerie actualisés » 69

Copyright © 2015 AFNOR.

Présentation de NetPME

Depuis son lancement il y a dix ans, **NetPME** (site internet : www.netpme.fr) est devenu une référence en matière d'informations et de services à destination des créateurs d'entreprise et des dirigeants de TPE/PME.

Filiale depuis 2008 de Manche Atlantique Presse (groupe multimédia Le Télégramme), NetPME permet aux petites entreprises de mieux maîtriser leur environnement économique et juridique.

Chaque mois, plus de 850 000 visiteurs uniques viennent consulter les actualités et informations pratiques disponibles sur le site, mais aussi s'inspirer des bonnes pratiques d'autres chefs d'entreprises et d'experts sur le forum et le blog.

NetPME, c'est aussi toute une palette de services pratiques et efficaces qui apporte aux entrepreneurs une aide concrète en matière juridique, sociale, fiscale, commerciale et marketing.

Elle met à leur disposition plus de 450 modèles de contrats, une gamme exclusive d'outils de pilotage indispensables à la bonne gestion d'une entreprise, ainsi que les conseils de ses avocats et experts-comptables partenaires pour aider les créateurs et dirigeants d'entreprises à sécuriser leurs affaires.

Avec NetPME, les entrepreneurs peuvent enfin se consacrer sereinement à leur cœur de métier !

Copyright © 2015 AFNOR.

Copyright © 2015 AFNOR.

Présentation d'AFNOR Éditions

Vous ne connaissiez pas encore AFNOR en tant qu'éditeur ? Pourtant, depuis plusieurs années nous nous affirmons en tant qu'acteur de premier plan dans le paysage de la littérature professionnelle !

Face aux grandes tendances qui impactent votre environnement économique, nous vous offrons les meilleures solutions.

Dans un monde où les risques externes sont nombreux, AFNOR Éditions apporte de véritables solutions et méthodes pour aider les dirigeants dans leurs prises de décision.

Quels que soient votre secteur d'activité et votre fonction dans l'entreprise, nous vous proposons un titre capable de satisfaire vos attentes. Pour répondre à vos problématiques, nous avons spécialement développé des collections pratiques. « Droit & PME » est la dernière née et résoudra tous les problèmes juridiques des petites structures.

Cette collection est le fruit d'un partenariat conclu avec NetPME, qui vous assure les compétences des meilleurs experts du monde juridique. Dédiée aux TPE/PME et entrepreneurs, elle traite l'ensemble des problèmes de droit auxquels sont confrontés les dirigeants des petites entreprises.

Copyright © 2015 AFNOR.

Cette volonté d'accompagner votre développement et d'assurer votre pérennité est la marque de fabrique d'AFNOR Éditions. C'est notre mission.

Pour l'accomplir et la mener à bien, nous sélectionnons des auteurs experts et reconnus, ayant une véritable expérience de terrain.

Capables de transmettre simplement les outils, les méthodologies et les connaissances nécessaires, ils vous permettront d'aller de l'avant et d'améliorer vos performances.

Consultez sans tarder l'ensemble de notre catalogue de plus de 570 titres sur www.boutiques-livres.afnor.org.

Copyright © 2015 AFNOR.

Introduction

Dans un environnement caractérisé par l'intensité de la concurrence internationale et par la très forte mobilité des capitaux, le financement des entreprises porteuses de projets, d'emplois et de compétitivité est une question centrale qui alimente de nombreux débats en France comme à l'étranger.

Créer des entreprises est une chose… leur permettre de croître en est une autre ! L'une des conditions de cette croissance – qui permet de voir l'entreprise individuelle se transformer en société ou d'assister à la mutation d'une Très Petite Entreprise (TPE) en une Petite ou Moyenne Entreprise (PME) puis en une Entreprise de Taille Intermédiaire (ETI) – réside dans l'allocation de moyens de financement afin que les fondateurs et les animateurs de l'entreprise puissent développer leur projet.

L'atonie de la croissance de l'économie française, et plus généralement des économies matures, raréfie les sources de financement des entreprises en phase de développement. Même si les établissements bancaires assurent ne pas avoir restreint leurs enveloppes de crédits, il n'en demeure pas moins vrai que les conditions d'octroi de prêts bancaires sont plus restrictives.

Copyright © 2015 AFNOR.

En effet, les contraintes réglementaires se sont renforcées tandis que les conditions des concours financiers (par exemple, le coût total du crédit comprenant le taux d'intérêt facial mais également la constitution de garanties) se sont durcies. L'augmentation des capitaux propres se heurte quant à elle assez rapidement aux capacités contributives de l'entourage immédiat des animateurs de l'entreprise et à la capacité d'autofinancement nécessairement limitée de sociétés en devenir.

Et pourtant, il ne saurait y avoir de projet entrepreneurial sans un accompagnement financier à long terme. Aussi, si le financement par l'émission de titres de capital (des parts sociales ou des actions, selon le cas) demeure une piste privilégiée du financement des entreprises, il convient d'élargir le cercle des souscripteurs potentiels.

Les spécialistes du capital-investissement[1] peuvent offrir des solutions intéressantes aux dirigeants de sociétés en quête de moyens financiers. Cependant, les montants investis sont parfois insuffisants pour satisfaire les besoins de la société qui les sollicite et la durée de l'investissement est, en principe, limitée dans le temps.

Dans ce contexte, le financement par le marché, par l'émission de titres de capital sur les marchés financiers ou par le biais d'offres de titres de capital peut représenter un fort potentiel exploitable pour les sociétés en recherche de capitaux. À ce titre, il doit, à tout le moins, retenir leur attention.

Les marchés financiers dits « actions » – en ce sens qu'ils permettent l'émission de titres de capital (marché primaire) puis leur négociation entre investisseurs (marché secondaire) – offrent un potentiel très intéressant. Les dirigeants de sociétés ne peuvent donc pas se permettre de faire l'économie d'une réflexion sur l'opportunité et sur les conditions d'une telle opération. D'autant que l'introduction d'une société sur un marché financier dit « actions » peut s'effectuer par des voies relativement aisées (et qui s'avèrent d'ailleurs constamment en cours de simplification).

Copyright © 2015 AFNOR.

1 Le métier du capital-investissement consiste à prendre des participations majoritaires ou minoritaires dans le capital de petites et moyennes entreprises généralement non cotées. Le métier s'exerce sur quatre segments : le capital-innovation, le capital-développement, le capital-transmission/LBO et le capital-retournement (source : AFIC – Association française des investisseurs pour la croissance).

Ces voies garantissent à ceux qui les empruntent de lever les fonds dont ils ont besoin dans un contexte réglementaire qui a su s'adapter afin de ne pas constituer un obstacle insurmontable et, par conséquent, dissuasif.

L'objectif du présent ouvrage est de présenter aux dirigeants de sociétés moyennes les opportunités et les moyens de lever des fonds en se présentant sur les marchés financiers « actions » qui sont appelés à devenir certaines des voies privilégiées du financement à long terme des entreprises.

Nous nous intéressons donc à l'introduction en Bourse d'une société en tant que moyen d'accès à un mode original de financement de ses besoins en fonds propres. Une approche exhaustive de la question appelle de s'intéresser, d'une part, à l'environnement juridique de cette opération (voir en partie I « L'environnement juridique de l'introduction en Bourse ») et, d'autre part, à explorer les enjeux économiques qui y sont associés (voir en partie II « L'environnement économique et financier de l'introduction en Bourse »).

Copyright © 2015 AFNOR.

Copyright © 2015 AFNOR.

Remerciements

Cet ouvrage a bénéficié des commentaires et suggestions éclairés de François Houssin, *Head of Client Coverage*[2] France chez Euronext.

Copyright © 2015 AFNOR.

2 Responsable des relations émetteurs.

Copyright © 2015 AFNOR.

Partie I
L'environnement juridique de l'introduction en Bourse

Copyright © 2015 AFNOR.

Copyright © 2015 AFNOR.

Note de l'éditeur : Les chapitres 2 « Les règles communes aux divers marchés » et 3 « Les règles spécifiques aux divers marchés » du présent ouvrage sont la reproduction actualisée des chapitres 2 et 3 du livre de Jean-Marc Moulin : *Droit de l'Ingénierie financière* (2013, 4e édition) publié dans la collection Master chez Gualino/Lextenso éditions.

L'admission sur un marché financier va permettre à l'entreprise de lever des capitaux importants. Elle renforcera ainsi ses fonds propres et sera, par conséquent, en mesure d'assurer sa pérennité et son développement. L'accroissement des ressources à moyen et/ou à long terme peut se faire *via* l'émission de titres de capital (des actions), de titres ne fournissant qu'un accès indirect au capital de la société (des obligations convertibles en actions, des obligations à bons de souscription d'actions, des bons autonomes, etc.) voire de titres de créances de type obligataire.

L'introduction d'une société en Bourse dépend de nombreux facteurs économiques et financiers (voir en partie II « L'environnement économique et financier de l'introduction en Bourse ») mais aussi juridiques.

Cette introduction se matérialise dans une perspective de financement de l'entreprise par une offre de titres de financement au public (voir en 1 « L'offre au public de titres financiers »). Si cette démarche suit un tronc commun de règles juridiques (voir en 2 « Les règles communes aux divers marchés »), il n'en demeure pas moins que l'abord de chaque marché implique le respect d'un certain nombre d'exigences qui lui sont propres (voir en 3 « Les règles spécifiques aux divers marchés »).

Copyright © 2015 AFNOR.

Copyright © 2015 AFNOR.

1
L'offre au public de titres financiers

L'admission de titres financiers à la négociation sur un marché fait aujourd'hui partie des modes d'offre au public de titres financiers. Cette opération est définie à l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier. Il est important de préciser qu'il ne s'agit pas de la seule opération incluse dans le périmètre de l'offre au public de titres financiers. En effet, le droit français a longtemps entretenu une confusion entre la notion d'offre au public de titres financiers et la démarche, pour une société, d'effectuer un appel public à l'épargne. Cet appel impliquait alors de très lourdes obligations pour l'émetteur des titres.

Afin de différencier ces deux hypothèses et de mettre le droit français en conformité avec le droit européen et les pratiques observées sur les autres places financières européennes, une ordonnance du 22 janvier 2009[3] a permis d'autoriser une entreprise à offrir ses titres à un large public à l'occasion d'une opération de placement sans pour autant qu'il lui soit imposé d'adopter le statut de société ayant demandé à ce que ses titres soient admis à la négociation sur un marché réglementé.

3 Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière (source : Légifrance).

Copyright © 2015 AFNOR.

Puisque le contrat est généralement conclu entre absents, l'entreprise devra d'abord respecter un formalisme exigeant en termes d'informations précontractuelles. Une fois qu'elle sera cotée en Bourse, l'entreprise devra – en plus de se conformer aux mêmes exigences informationnelles – respecter en permanence l'ensemble des prescriptions légales et réglementaires propres aux marchés financiers.

Après avoir mieux précisé la notion d'offre au public de titres financiers (voir en 3.1 « Euronext Paris »), il conviendra d'examiner quelles sont les dispositions à prendre au sein de la société afin de demander son admission sur le marché (voir en 3.2 « Alternext »).

1.1 La notion d'offre au public de titres financiers

1.1.1 Le prospectus d'offre au public

L'enjeu de la définition de l'offre au public réside dans l'information précontractuelle que l'émetteur devra respecter. Cette dernière est prévue par la Directive dite « Prospectus » 2003/71/CE révisée par la Directive 2010/73/UE du 24 novembre 2010 entrée en vigueur en France le 1er juillet 2012.

En effet, les groupements qui réalisent une offre au public de titres financiers (des titres de capital tels que les actions et/ou de créances tels que les obligations) doivent, avant toute offre, rédiger un prospectus qui fera l'objet d'un contrôle afin que le consentement des investisseurs sollicités soit parfaitement éclairé, conformément aux exigences du droit commun des obligations.

1.1.2 Les exceptions

◆ **Généralités**

Si toute demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé conduit à diligenter la procédure informationnelle propre à l'offre au public de titres financiers, les introductions réalisées sur d'autres marchés que le marché réglementé

Copyright © 2015 AFNOR.

(tels qu'Alternext ou le Marché Libre) ne font pas systématiquement tomber l'émetteur des titres admis à la négociation sur ces marchés dans le champ de l'offre au public de titres financiers. Concernant ces marchés non réglementés, ce n'est que si l'émetteur réalise une communication adressée à des personnes indéterminées pour les conduire à acheter ou à souscrire certains de ses titres financiers ou s'il procède à un placement de ces mêmes titres en recourant à des intermédiaires financiers, qu'il sera nécessaire de respecter la réglementation propre à l'information spécifique attachée à ce genre d'opérations.

Par ailleurs, si de nombreux groupements peuvent offrir leurs titres au public (les sociétés par actions à l'exception des sociétés par actions simplifiées (C. com[4]., art.[5] L. 227-2), les banques mutualistes et les coopératives, certaines associations et GIE[6], les fonds communs de placement), seules les sociétés anonymes, les sociétés en commandite par actions et les sociétés européennes peuvent, en France, demander l'admission de leurs titres à la négociation sur un marché réglementé.

On notera enfin que le champ de l'offre au public s'est restreint au fil des différentes réformes en admettant de plus en plus d'hypothèses de placement privé qui dispensent alors l'émetteur de rédiger un prospectus (C. mon. fin.[7], art. L. 411-2, voir infra n° 980[8]).

◆ Les deux catégories d'exception

Schématiquement, il existe deux catégories d'exception.

La première catégorie d'exception concerne le montant de l'offre et englobe :

► les offres ne dépassant pas 100 000 euros ;

4 Code de commerce.

5 Article.

6 Groupement d'intérêt économique.

7 Code monétaire et financier.

8 Paragraphe V., position AMF n° 2012-09 du 25 juillet 2012, considérant qu'une émission par placement privé dispensant d'établir un prospectus, ne saurait avoir pour bénéficiaires uniques ou principaux des actionnaires ou dirigeants de la société émettrice, les actionnaires sollicités à l'occasion de l'offre de placement renonçant à leur droit préférentiel de souscription n'étant dès lors pas assez informés tandis que les bénéficiaires de l'offre participant à l'assemblée générale seraient en situation de conflit d'intérêts.

Copyright © 2015 AFNOR.

- ► les offres comprises entre 100 000 et 250 000 euros ou 500 000 euros (selon que la société demande ou ne demande pas son admission sur un système multilatéral de négociation organisé) mais ne représentant pas plus de 50 % du capital de l'émetteur ;
- ► les offres portant sur au moins 100 000 euros par investisseur ou portant sur des titres dont la valeur nominale est d'au moins 100 000 euros.

La seconde catégorie d'exception concerne la qualité des destinataires de l'offre et englobe :

- ► les offres réservées à des investisseurs dits « qualifiés », c'est-à-dire qui possèdent l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre leurs propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus au sens de l'article L. 533-16 du Code monétaire et financier ;
- ► les offres réservées à un cercle restreint d'investisseurs ne dépassant pas le nombre de 150 par État membre de la communauté européenne.

◆ Le financement participatif

Dans le cadre de ces exceptions aux offres au public de titres financiers, il y a également lieu de mentionner aujourd'hui l'hypothèse du financement participatif (ou *crowdfunding*). En effet, l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 visant à encadrer cette récente forme de financement des entreprises en France a introduit une nouvelle exception au champ des offres publiques nécessitant la rédaction d'un prospectus.

Ainsi, l'article L. 442-1 du Code monétaire et financier s'est-il enrichi d'un paragraphe I bis selon lequel l'offre ne constitue pas une offre au public si :

- ► elle porte sur des titres financiers (actions et obligations) qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation ;

Copyright © 2015 AFNOR.

- elle est proposée par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement ou d'un conseiller en investissements participatifs au moyen d'un site Internet remplissant certaines caractéristiques ;
- son montant total est inférieur à un montant fixé par décret (300 000 euros).

Le *crowdfunding* peut constituer une étape intermédiaire pour les entreprises dont les dirigeants souhaitent, à terme, qu'une partie du financement de leur société s'opère en ayant recours aux marchés financiers. En effet, la société qui veut émettre des titres de capital (des actions) ou de créances (des obligations) simples peut, dans la limite de 300 000 euros, solliciter un Conseiller en Investissement Participatif (CIP). Ce conseiller gère alors un site Internet sur lequel il se propose d'assurer la rencontre entre la société en quête de financement et d'éventuels épargnants en quête d'investissement diversifiés et risqués.

Le CIP qui développe une plate-forme Internet de financement participatif sous forme d'émission de titres financiers devra recueillir de nombreuses informations auprès de la société émettrice des titres afin de pouvoir décrire sur son site l'émetteur et son projet ainsi que les principaux risques spécifiques liés à son activité. Il appartiendra également au CIP de rappeler clairement quels sont les droits de l'investisseur en tant qu'actionnaire ou obligataire, principalement sous l'angle de l'information qui est due au moins annuellement à ceux qui financent l'entreprise. Une présentation des conditions spéciales de liquidité assurées par l'émetteur devra notamment être fournie.

Enfin, il sera nécessaire de préciser les conditions dans lesquelles les titres de propriété matérialisant l'investissement réalisé seront remis aux investisseurs ayant souscrit des titres. Toutefois, afin de préserver les droits de propriété de l'émetteur – notamment en matière industrielle – il est prévu que les pages du site Internet qui sont accessibles au public avant identification ne pourront en aucun cas permettre d'obtenir des informations sur l'identité des émetteurs. Tout au plus, une présentation institutionnelle du projet, et extrêmement générale, pourra être obtenue.

Copyright © 2015 AFNOR.

Après avoir procédé à une sélection des investisseurs potentiels, le CIP mettra en ligne la demande de financement de la société sur le site Internet. Il centralisera ensuite les offres d'investissement en provenance des épargnants.

Certaines sociétés gérant des plates-formes de financement participatif ont par ailleurs noué des relations commerciales avec des plates-formes de négociation afin d'assurer un embryon de marché secondaire des titres ainsi émis. Il reste que ce financement par le biais du *crowdfunding* peut aujourd'hui représenter une étape intéressante en termes d'acclimatation de la société que l'on aimerait un jour voir solliciter une admission sur les marchés financiers. Les dirigeants de ces entreprises apprendront ainsi progressivement, mais méthodiquement, à mettre en place une véritable politique de communication avec la communauté d'investisseurs.

Dans toutes les situations où la rédaction d'un prospectus n'est pas exigée, l'émetteur doit attirer l'attention des souscripteurs ou des acheteurs potentiels sur :

- l'inexistence de celui-ci ;
- le fait que l'offre ne s'adresse dès lors qu'à un public d'avertis ;
- le fait que la diffusion ultérieure de ces titres auprès du public nécessitera de respecter la réglementation relative au prospectus.

1.1.3 Les admissions sur le marché sans offre préalable au public

Accentuant cette dichotomie entre l'introduction en Bourse et l'offre au public, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) a autorisé en décembre 2007 la mise en place, sur le marché réglementé, d'un compartiment destiné aux admissions sans offre préalable au public. Cette modification du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (RG AMF) a été adoptée dans le but de maintenir la compétitivité de la place financière de Paris dans le concert mondial en lui permettant d'attirer à elle des émetteurs étrangers. Techniquement, ce mécanisme consiste à permettre à une société de réaliser une admission par cotation technique, c'est-à-dire sans émission (cette cotation n'exige pas de levée de fonds) ni cession au public de titres de capital ou pouvant

Copyright © 2015 AFNOR.

donner accès à son capital ou à ses droits de vote. Cette admission est seulement réservée à quelques investisseurs qualifiés à la suite d'un placement privé (RG AMF, art. 516-18 et 516-19 ; concernant la notion d'investisseur qualifié, voir C. com., art. L. 411-2 et D. 411-1). Il reste que dans les deux cas, il n'y a pas d'offre au public. Les sommes mises sur le marché sont alors très faibles et le flottant[9] est inexistant. En contrepartie, les exigences réglementaires sont très faibles.

L'objectif de cette nouvelle modalité de cotation sur le marché réglementé (méthode non innovante car déjà connue sur le Marché Libre et Alternext) est de faire bénéficier aux émetteurs des allégements en matière de certaines obligations spécifiques d'information (la dispense de fournir une lettre de fin de travaux des commissaires aux comptes, une attestation du PSI[10] ou une traduction du résumé en français, la possibilité de publier l'ensemble de l'information réglementée en anglais, etc.) à l'exception des obligations d'information fondamentales imposées par les directives Prospectus, Transparence et Abus de marché. En pratique, cette méthode de cotation n'est pas choisie pour permettre à l'entreprise de lever des fonds mais simplement pour lui permettre d'acquérir une certaine visibilité tout en s'acclimatant au marché boursier domestique, notamment concernant les problématiques de double cotation par un émetteur étranger dont les titres sont déjà admis à la négociation sur son propre marché domestique.

Bien que réservé aux professionnels (les clients non qualifiés ne peuvent pas être sollicités), ce compartiment n'est pas totalement hermétique. Aussi, des investisseurs non professionnels peuvent-ils, de leur propre initiative, demander à leurs intermédiaires d'acheter des titres cotés sur ce compartiment. Néanmoins, dans une telle circonstance, ces dernier doivent parfaitement informer leur client des caractéristiques de ce compartiment. En revanche, ni les actionnaires cédants, ni les prestataires d'investissement ne peuvent se livrer à une commercialisation active de ces titres sous peine d'engager leur responsabilité.

9 Le flottant désigne la partie des actions effectivement susceptible d'être échangée en Bourse (source : Wikipédia).

10 Prestataire du Service d'Investissement.

Copyright © 2015 AFNOR.

La sortie de ce compartiment se fait à l'occasion de l'émission ou de la cession d'instruments financiers dans le public donnant alors lieu à l'établissement d'un prospectus.

1.2 Les décisions sociétaires

1.2.1 Sur le plan juridique

La décision de l'entreprise de demander l'admission de ses titres à la négociation sur un marché réglementé relève de la compétence de l'assemblée générale extraordinaire. Celle-ci peut cependant déléguer la mise en œuvre effective de cette opération aux organes de direction.

Si par principe (selon la Directive Marché d'Instruments Financiers du 21 avril 2004, transposée en France par l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007), la demande d'admission d'un titre à la négociation sur un marché réglementé nécessite l'accord de l'émetteur, cet accord n'est plus requis lorsque la demande émane d'un investisseur auprès d'un marché réglementé européen de son choix dès lors que les titres de l'émetteur font déjà l'objet d'une cotation sur un autre marché réglementé d'un autre État membre de l'Union européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen (C. mon. fin., art. L. 421-14, II). Autrement dit, des tiers à l'entreprise peuvent demander à ce que des titres de sociétés qu'ils détiennent fassent l'objet d'une admission à la négociation sur un marché sans l'aval de l'émetteur en cause dès lors que celui-ci est déjà coté par ailleurs.

Dans nombre d'hypothèses, l'introduction d'une société en Bourse nécessite toutefois une certaine adaptation juridique de l'entreprise afin cette dernière soit rendue compatible avec les exigences posées ou imposées par les marchés financiers réglementés. Ainsi, l'entreprise ne peut être qu'une société anonyme ou une société en commandite par actions. Son capital minimum doit être de 37 000 euros depuis l'Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009. Les statuts de cette dernière ont, d'une part, été expurgés des éventuelles clauses portant atteinte à la libre

Copyright © 2015 AFNOR.

négociabilité des actions telles que les clauses d'agrément (C. com., art. L. 228-23) et de préemption et ont, d'autre part, été augmentés de certaines mesures de défense anti-OPA[11] (voir supra, n^{os} 571 et s.).

Par ailleurs, les titres proposés doivent respecter le droit national en vigueur et comporter des droits identiques pour tous leurs détenteurs (Règles de marché Euronext, Livre I, art. 6603, 6604 et 6607).

1.2.2 Sur le plan financier

Sur le plan financier, il importe également parfois d'adopter certaines mesures préalables telles qu'une division des actions afin :

- ► d'accroître le flottant ;
- ► de réaliser une incorporation de tout ou partie des réserves au poste capital social pour améliorer l'image du haut de bilan de la société auprès des futurs investisseurs ;
- ► de solliciter une autorisation de l'assemblée pour procéder à l'émission de titres complexes ou au rachat par la société de ses propres actions ;
- ► de procéder à une augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription.

Il est néanmoins apparu aux yeux de l'AMF qu'une certaine atteinte au principe d'égalité pouvait être caractérisée lorsque des sociétés réalisaient des augmentations de capital quelques mois seulement avant leur introduction en Bourse à un prix souvent bien inférieur au prix d'introduction. Cette pratique permettait ainsi à leurs souscripteurs de réaliser des plus-values faciles au moment de l'introduction.

Aussi, sans condamner par principe l'augmentation de capital qui est parfois impérieuse avant l'introduction, l'AMF a souhaité mettre fin à cette pratique discriminatoire en exigeant, d'une part, que le dossier lié à l'introduction fasse clairement apparaître les opérations intervenues sur le capital de la société candidate à l'introduction pendant les trois années précédant celle-ci et,

11 Offre publique d'achat.

Copyright © 2015 AFNOR.

d'autre part, qu'aucune opération d'augmentation de capital ne soit plus admise à compter du dépôt du dossier de demande d'admission auprès de ses services sauf exception dûment justifiée.

1.2.3 Sur le plan comptable

Sur le plan comptable, l'introduction en Bourse rend obligatoire l'établissement de comptes consolidés. Si la société fermée qui détient des filiales peut échapper à cette obligation lorsqu'elle entre dans le champ de la dérogation prévue à l'article L. 123-16 du Code de commerce pour les groupes de taille modeste, celle-ci n'est plus de mise lorsque la société est cotée.

1.2.4 Le retrait du marché

Notons enfin que l'introduction en Bourse n'est pas irréversible. Il est certes peu fréquent de voir une grosse capitalisation sortir des marchés réglementés sur lesquels ses titres sont négociés. En revanche, les retraits de cote *(Public to Private – P2P)*, souvent initiés par des fonds d'investissement, sont plus fréquents sur les moyennes et petites capitalisations (*Mid and Small caps)* notamment lorsque les marchés ne remplissent plus leurs rôles qui sont les suivants :

- ► assurer de la liquidité aux actionnaires ;
- ► valoriser correctement les sociétés ;
- ► garantir des levées de fonds au gré des besoins.

Copyright © 2015 AFNOR.

2
Les règles communes aux divers marchés

Note de l'éditeur : Le présent chapitre est la reproduction actualisée du chapitre 2 du livre de Jean-Marc Moulin : *Droit de l'Ingénierie financière* (2013, 4e édition) publié dans la collection Master chez Gualino/Lextenso éditions.

L'admission à la négociation sur un marché réglementé constitue, par principe, une offre au public de titres financiers. En conséquence, elle est encadrée par une lourde réglementation, principalement axée sur l'information et destinée à protéger les épargnants souscripteurs.

2.1 L'intervention de Prestataires de Services d'Investissement

2.1.1 La demande d'admission aux négociations d'instruments financiers

La décision d'admission aux négociations d'instruments financiers sur la place financière de Paris relève de la compétence exclusive de l'entreprise de marché, c'est-à-dire d'Euronext Paris pour

Copyright © 2015 AFNOR.

la France. Les règles organisant l'admission à la cotation des sociétés sont approuvées par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) (C. mon. fin., art. L. 421-4). Une entreprise privée, gérant une plate-forme de négociation et agréée en qualité de marché, décidera donc si une société qui lui en fait la demande pourra ou non faire admettre à la cotation les titres financiers qu'elle a émis ou qu'elle souhaite émettre à cette occasion. Aussi, en cas de conflit sur cette question, les recours contre cette décision relèvent des tribunaux de l'ordre judiciaire (pratiquement le tribunal de commerce de Paris). La demande d'admission d'un titre à la négociation doit être adressée par écrit à Euronext Paris avec le concours d'un ou plusieurs agents introducteurs (ou *listing agent*, en pratique un PSI) qui prennent part à l'admission des instruments financiers, assistent l'émetteur dans la présentation des documents d'information et, si besoin est, procèdent au placement desdits instruments.

À cette fin, un mandat est signé entre la société candidate à la cotation et le PSI. Il s'agit de l'un des services auxiliaires, connexes d'investissement visés à l'article L. 321-2 du Code monétaire et financier (« conseil aux entreprises en matière de structure du capital, de stratégie industrielle et de questions connexes *; conseil et* services en matière de fusions et de rachat d'entreprises ») pour lequel un agrément n'est pas obligatoire. Un tel agrément obtenu auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) sera en revanche requis par le PSI qui procédera au placement des titres (C. mon. fin., art. L. 321-1).

2.1.2 La responsabilité des Prestataires de Services d'Investissement

Il est demandé aux PSI qui participent, à quelque titre que ce soit, à la première admission de titres sur le marché réglementé, ainsi qu'à toute opération financière portant sur ces mêmes titres dans les trois ans suivant la première admission, de confirmer à l'AMF qu'ils ont effectué les diligences professionnelles d'usage. Celles-ci ne doivent avoir révélé aucune inexactitude ni aucune omission significative de nature à induire l'investisseur en erreur ou à fausser son jugement (RG AMF, art. 212-16, al. 1er) dans le contenu de l'information consigné dans le prospectus.

Copyright © 2015 AFNOR.

Autrement dit, les PSI qui participent à l'introduction en Bourse d'une société s'exposent à voir leur responsabilité mise en jeu s'ils ne satisfont pas leur obligation d'information et de conseil voire de mise en garde de manière correcte et s'ils ne déploient tous les moyens pertinents et adéquats pour assurer le succès de l'introduction même si le dernier mot doit toujours revenir en dernier lieu à l'émetteur candidat à l'introduction en Bourse : comme dans des domaines voisins, le PSI n'est pas comptable de l'opportunité économique de l'opération pour l'émetteur.

La responsabilité est de nature contractuelle à l'égard de la société et vient sanctionner le manquement à une obligation de moyen renforcée.Cette sanction intervient eu égard au degré de professionnalisme exigé des PSI qui interviennent dans ce domaine et en raison de la nature délictuelle du manquement précédemment évoqué à l'égard du marché et des investisseurs.

De même, les commissaires aux comptes de l'émetteur doivent établir une lettre de fin de travaux dans laquelle ils indiquent qu'ils ont mis en œuvre leur norme professionnelle relative à la vérification du prospectus. Ils doivent également se prononcer sur la régularité, sur la sincérité et sur l'image fidèle des comptes sociaux (RG AMF, art. 212-14, al. 3 et 212-15).

Naturellement, les émetteurs et les dirigeants sont également responsables et comptables de la bonne information du public des investisseurs. En cas de manquement à cette obligation, les dirigeants voient leur responsabilité recherchée sans qu'il soit nécessaire de démontrer leur participation personnelle et intentionnelle à la faute.

2.2 Le dossier d'admission

2.2.1 Le contenu du dossier d'admission

Le dossier d'admission que doit présenter la société candidate à la cotation avec l'aide de son PSI comprend une documentation générale qui inclut un formulaire de demande d'admission et de respect d'engagements qui s'avèrent essentiellement d'ordre informationnel. Il s'agit d'informer l'entreprise de marché de toute modification concernant les informations initialement contenues

Copyright © 2015 AFNOR.

dans le dossier déposé, de se conformer aux règles édictées par Euronext Paris, de payer les frais, d'adhérer au principe de la lutte contre le blanchiment d'argent sale, etc.

Le dossier comprend également :

- une convention de cotation signée par l'émetteur et présentée par un agent introducteur (ces documents attestent auprès de l'entreprise de marché que la situation et la structure juridiques de l'émetteur sont conformes à la législation applicable et que la situation juridique des titres dont la demande d'admission est demandée est également conforme à la réglementation en vigueur) ;
- la copie de tout projet de prospectus établi conformément aux dispositions élaborées par l'AMF ;
- une liste des actionnaires ayant acquis ou souscrits des titres dans l'année précédant l'introduction ainsi que les conditions dans lesquelles ces opérations ont été réalisées ;
- la liste des établissements chargés du service financier ;
- une copie du contrat de placement, de prise ferme ou de garantie ;
- les documents par lesquels la société a autorisé l'émission ;
- une déclaration de l'émetteur sur la quantité ou la valeur des titres émis à la date de la demande ;
- une attestation que des procédures adaptées sont disponibles pour la compensation et le règlement-livraison des transactions sur les titres concernés ;
- un volet financier reproduisant les comptes sociaux et consolidés certifiés (voir les règles de marché d'Euronext Paris, Livre I, art. 6501 s.).

Relevons que ces documents doivent être fournis en anglais avant de faire l'objet d'une traduction en français.

L'entreprise de marché peut :

- demander au requérant des conditions de cotation supplémentaires qu'elle juge raisonnable ;
- réclamer à l'émetteur tout document qu'elle juge utile ;
- effectuer les vérifications qu'elle juge raisonnablement nécessaires dans le cadre de l'examen de la mission.

Copyright © 2015 AFNOR.

2.2.2 La décision d'admission

L'entreprise de marché prend sa décision d'admission ou de rejet dans un délai de 90 jours pour une première admission (30 jours dans les autres cas). Sa décision d'admission vaut pour le délai de 90 jours suivant, sauf si une information fournie dans le dossier de demande vient à changer. Toutefois, en période de forte volatilité, l'émetteur et ses intermédiaires chargés de l'introduction peuvent décider de reporter la date d'admission en Bourse en accord avec l'entreprise de marché.

Euronext Paris peut également rejeter la demande d'admission d'un titre à la négociation s'il s'avère que :

- ► l'émetteur ne remplit pas une ou plusieurs des conditions requises ;
- ► l'admission du titre en cause est susceptible de nuire au fonctionnement équitable, ordonné et efficace du marché ;
- ► le titre est déjà admis à la négociation sur un autre marché et que l'émetteur ne s'acquitte pas des obligations résultant de cette admission.

La décision de rejet doit être notifiée au requérant et motivée.

Il reste que l'accord exprès de l'émetteur est requis. Cet accord est réputé acquis lorsque les organes de direction demandent une telle admission à l'entreprise de marché. Concrètement, le conseil d'administration d'Euronext Paris ou, par voie de délégation, son président prononce la décision d'admission.

Parallèlement, l'émetteur qui demande l'admission de ses titres à la négociation sur un marché réglementé est appelé à souscrire divers engagements Il s'agit, pour l'essentiel, d'obligations d'informations qui seront respectées par l'entremise de son dirigeant. Ce dernier pourra, le cas échéant, être responsable s'il ne les respecte pas. Il ne saurait par ailleurs être déchargé de cette obligation au moyen d'une convention signée entre lui et la société.

Ces obligations, acquittées au profit de l'entreprise de marché, sont relatives aux modifications affectant les statuts ou la vie financière de l'émetteur (l'émission nouvelle, la scission, le regroupement d'entreprises, le paiement et le détachement de dividendes ou

Copyright © 2015 AFNOR.

d'intérêts, le remboursement de titres avant l'échéance, les rapports annuels et intermédiaires, les convocations aux assemblées, etc.). Elles s'accompagnent d'engagements relatifs au traitement équitable des investisseurs et impliquent de ne pas entraver la libre circulation des actions, notamment en expurgeant les statuts de toute clause d'agrément.

Lorsque toutes ces conditions sont satisfaites, l'admission est annoncée au marché par un avis publié par Euronext Paris. Cet avis précise le choix du marché, la procédure d'introduction, la date de la première cotation, les conditions de négociation et l'identité de l'introducteur. La durée de validité de la décision d'admission est de trois mois.

L'émetteur acquiert alors le statut de société dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé. Ce statut comprend de nombreuses obligations :

- ► l'émission d'informations périodiques et permanentes ;
- ► la rédaction d'un rapport sur le contrôle interne et sur la gestion des risques ;
- ► l'établissement de comptes consolidés ;
- ► la mise en place d'une communication sur les opérations capitalistiques des dirigeants avec l'émetteur ;
- ► l'adhésion à des principes de bonne gouvernance.

Ces contraintes, très lourdes et très onéreuses, peuvent conduire certaines sociétés à s'interroger sur leur maintien à la cotation (notamment concernant le rapport coût/avantage des fonds levés et leur nécessité) ou à demander leur transfert vers des marchés non réglementés et, par conséquent, moins exigeant en terme d'obligations informationnelles (par exemple, Alternext[12]).

2.3 L'Autorité des Marchés Financiers

2.3.1 Un rôle amoindri mais toujours opposable

Le rôle de l'AMF a été sensiblement amoindri à l'occasion de la transposition, par l'ordonnance du 12 avril 2007, de la Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers (MIF) d'avril 2004.

12 Alternext est une plate-forme de transactions organisée créée le 17 mai 2005 par Euronext Paris à destination des PME de la zone euro (source : Wikipédia).

Copyright © 2015 AFNOR.

En effet, le Code monétaire et financier réservait auparavant un droit d'opposition à l'AMF. Ce droit lui a été retiré depuis lors. Désormais, l'entreprise de marché informe seulement l'AMF préalablement à toute admission sur le marché réglementé (RG AMF, art. 214-3).

Est-ce à dire que l'AMF se trouve dépourvue de tous moyens d'action en ce domaine ? Il n'en est rien. Si elle ne peut plus officiellement s'opposer à l'admission, l'AMF n'en continue pas moins d'opérer un contrôle indirect sur les admissions à la négociation au travers de l'examen du prospectus d'admission. Elle peut d'ailleurs refuser son visa s'il lui apparaît que l'information des investisseurs n'est pas suffisamment garantie (C. mon. fin., art. L. 621-8).

2.3.2 Les limitations de l'opposition

Ce pouvoir ne s'appliquera cependant pas dans les nombreux cas de figure où il sera possible de déroger aux règles de l'offre au public de titres financiers (par exemple, en cas de placement privé ou encore en cas de placement sur le compartiment d'Euronext Paris dédié aux sociétés étrangères pour lesquelles il n'existe pas d'obligation de faire appel public à l'épargne en réservant une partie de l'émission aux particuliers – C. mon. fin., art. L. 411-2, II).

Ce pouvoir ne s'exercera pas non plus en cas d'admission sur un marché non réglementé tel qu'Alternext ou le marché libre[13] (cette faculté a déjà été utilisée par certaines sociétés comme Poweo avant la transposition de la Directive MIF) sur lesquels l'AMF n'a jamais bénéficié d'un droit d'opposition.

Néanmoins, l'AMF peut toujours suspendre le processus d'admission, pour une durée maximale de 10 jours de Bourse, lorsqu'elle estime que l'admission en cours viole les dispositions légales ou réglementaires applicables (RG AMF, art. 213-1). Elle peut également prononcer l'illicéité de la demande d'admission (RG AMF, art. 213-2).

13 Le marché libre est un marché boursier français régulé mais non réglementé. Extrêmement facile d'accès, il est surtout utilisé par des PME (source : Wikipédia).

Copyright © 2015 AFNOR.

2.4 Le prospectus d'introduction

2.4.1 Généralités

Parallèlement à la demande qu'il soumet à l'entreprise de marché, l'émetteur doit rédiger un projet de prospectus qui sera déposé à l'AMF pour que celle-ci puisse y apposer son visa (C. mon. fin., art. L. 412-1).

L'objectif est d'informer le public des investisseurs potentiels sollicités par l'émetteur grâce à ce prospectus. Rappelons que l'offre au public ne permet pas à l'émetteur des titres et aux investisseurs de se rencontrer physiquement. Aussi, ces derniers doivent-ils bénéficier d'une large information afin de pouvoir donner un consentement éclairé.

Le prospectus comprend toutes les informations nécessaires aux investisseurs pour que ceux-ci puissent fonder leur jugement sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats, les perspectives de développement de l'émetteur ainsi que sur les droits attachés aux titres offerts au public. Ce document comporte également des informations concernant les comptes (et éventuellement les comptes consolidés s'ils ont été établis) de l'émetteur. Enfin, il indique le montant des honoraires versés à chacun des contrôleurs légaux chargés de vérifier les comptes de l'émetteur (C. mon. fin., art. L. 412-1 et RG AMF, art. 212-7).

2.4.2 La forme du prospectus

Formellement, le prospectus peut se présenter sous la forme d'un document unique ou comporter plusieurs documents.

Dans cette deuxième hypothèse, le prospectus sera composé :

- ► d'un document de « base » en cas de première admission (RG AMF, art. 212-23) ;
- ► d'un document de « référence » présentant l'émetteur (qui peut être le rapport annuel de la société) ;
- ► d'une note d'opération présentant les instruments financiers.

Le prospectus comporte aussi obligatoirement un résumé qui doit exposer, brièvement et dans un langage non technique, les principales caractéristiques et les risques inhérents à l'émetteur,

Copyright © 2015 AFNOR.

aux garants éventuels et aux instruments financiers qui font l'objet de l'opération (RG AMF, art. 212-8). Le document doit avoir une forme standard afin d'en faciliter la comparabilité. Ce résumé ne doit pas abuser les investisseurs potentiels quant à son champ : aussi, doit-il contenir un avertissement indiquant qu'il doit être lu comme une simple introduction au prospectus et que toute décision d'investissement dans les instruments financiers proposés ne peut être valablement prise qu'après un examen approfondi du prospectus (RG AMF, art. 212-8, III).

En tout état de cause, aucune action en responsabilité civile ne peut être intentée sur la base du seul résumé ou de sa traduction, sauf si ce dernier, ou sa traduction, s'avèrent trompeurs, inexacts ou contradictoires par rapport aux informations contenues dans les autres parties du prospectus ou s'ils ne fournissent pas, par combinaison avec les autres parties de ce dernier, les informations essentielles permettant d'aider les investisseurs à prendre leur décision d'investissement (C. mon. fin., art. L. 412-1, al. 2 et RG AMF, art. 212-8, 4°).

Lorsque l'offre au public est faite en France, le prospectus est, sauf exception (RG AMF, art. 212-12), rédigé en français. Si le prospectus est émis par une société qui souhaite intégrer le compartiment d'Euronext Paris dédié aux sociétés étrangères, il peut être intégralement rédigé en anglais. Cependant, le résumé doit toujours être en français. On aura alors recours à une traduction.

Le prospectus doit clairement indiquer quels sont les acteurs responsables de son contenu (RG AMF, art. 212-14).

Les rédacteurs de ce document engagent donc leur responsabilité en cas d'erreur ou d'omission quant à l'information diffusée par son intermédiaire.

2.4.3 La validation et la diffusion du prospectus

Le prospectus est ensuite soumis à l'examen de l'AMF. Cette dernière vérifie que le document qui lui a été transmis est complet et compréhensible et que les informations qu'il contient sont cohérentes. Le cas échéant, l'autorité peut procéder à des investigations complémentaires qu'elle diligente elle-même (C. mon. fin., art. L. 621-8-1 et RG AMF, art. 212-20). À la suite de cet examen, l'AMF appose son visa sur le prospectus dans

Copyright © 2015 AFNOR.

les 10 jours suivant la présentation du projet. Ce délai est porté à 20 jours en cas de première opération (RG AMF, art. 212-22). Notons que lorsque les instruments financiers dont l'admission à la négociation est demandée comportent un élément constitué d'un titre de créance, l'AMF peut solliciter l'intervention d'une agence de notation.

Le prospectus visé par l'AMF doit être diffusé auprès du public le plus tôt possible : au plus tard à l'ouverture de la souscription ou 6 jours ouvrables avant la clôture en cas de première admission (RG AMF, art. 212-26). Le prospectus doit faire l'objet d'une diffusion effective, soit par le biais d'un quotidien d'information financière de dimension nationale, soit par sa mise à disposition gratuite au siège de l'émetteur. Précisons que l'adresse à laquelle le prospectus peut être consulté et à laquelle une copie peut être obtenue doit être portée à la connaissance du public par l'intermédiaire d'un avis au BALO[14]. Dans tous les cas, le site Internet de l'émetteur ainsi que ceux des intermédiaires financiers et de l'entreprise de marché doivent assurer la diffusion du prospectus. De même, le prospectus doit être diffusé sur le site de l'AMF (RG AMF, art. 212-27).

2.4.4 L'exemption de prospectus

Relevons qu'en cas d'opérations hors du champ de l'offre au public de titres financiers (par exemple, en cas de cotation technique – voir supra n° 965 et s.[15]), l'émetteur n'est plus tenu d'établir un prospectus. Dans ce cas, il doit informer les investisseurs potentiels de cette dispense (RG AMF, art. 211-4).

De même, il est aujourd'hui prévu que l'admission à la négociation d'actions peut ne pas donner lieu à l'établissement d'un prospectus lorsque lesdites actions relèvent de la même catégorie que des actions déjà cotées et que l'émission considérée représente, sur une période de 12 mois, moins de 10 % de cette même catégorie (RG AMF, art. 212-5, 1°).

14 Le Bulletin des annonces légales obligatoires (ou BALO) est une publication éditée par la direction de l'information légale et administrative dans le but de contribuer à garantir la transparence de la vie économique et financière (source : Wikipédia).

15 Et suivant.

Copyright © 2015 AFNOR.

La dispense se justifie par le fait que les investisseurs ont déjà préalablement bénéficié de l'information portée par le prospectus et par la volonté d'alléger les charges informationnelles pesant sur les émetteurs.

Copyright © 2015 AFNOR.

Copyright © 2015 AFNOR.

3
Les règles spécifiques aux divers marchés

Note de l'éditeur : Le présent chapitre est la reproduction actualisée du chapitre 3 du livre de Jean-Marc Moulin : *Droit de l'Ingénierie financière* (2013, 4e édition) publié dans la collection Master chez Gualino/Lextenso éditions.

Outre les règles communes à la demande d'admission à la négociation de titres financiers qui ont été précédemment exposées, chaque marché requiert de la société candidate à la cotation un certain nombre de conditions complémentaires qui doivent être examinées.

Au préalable, il importe de préciser que depuis l'adoption de la Directive « Marché d'Instruments Financiers » (MIF) du 21 avril 2004 – transposée en France depuis 2007 – une distinction s'impose entre les divers systèmes multilatéraux de négociation de titres financiers. En effet, cette Directive avait pour objectif de mettre fin au monopole de négociation dont jouissaient les entreprises de marché en prohibant l'obligation de centralisation qui voulait qu'un ordre de Bourse (à l'achat comme à la vente) concernant un titre financier admis à la négociation sur un marché réglementé ne pouvait être « routé » par

Copyright © 2015 AFNOR.

les prestataires et ne pouvait être négocié que sur la plate-forme de négociation gérée par ce même marché. La Directive MIF a donc permis l'émergence de nouvelles plates-formes de négociation qui sont venues concurrencer les entreprises de marché pour ce service particulier. Ces nouvelles plates-formes de négociation (Chi-X, BATS, Turquoise, pour citer les principales d'entre elles) ne proposent aux investisseurs qu'un service de négociation. Elles n'assurent pas de service de cotation.

Autrement dit, si les marchés réglementés ont conservé le monopole de l'admission de titres financiers à la négociation, une fois qu'un titre financier est admis à cette négociation, celle-ci peut se faire tant sur la plate-forme de l'entreprise de marché (en France, Euronext Paris) que sur des plates-formes concurrentes. En outre, des internalisateurs dits « systématiques », essentiellement des banques, sont apparus. À l'instar d'une chambre de compensation[16], ces acteurs se proposent d'apparier les ordres de leurs clients en s'intercalant toutefois entre l'ordre d'achat et l'ordre de vente.

3.1 Euronext Paris

3.1.1 Les conditions générales d'admission

Euronext Paris est le principal opérateur financier de la zone euro. Il inclut plus de 1 300 émetteurs qui représentent une capitalisation boursière totale de 2 600 milliards d'euros, dont plus de 20 valeurs phares composant l'indice de référence Euro Stoxx 50. Sa clientèle est nationale et internationale[17].

Au titre des conditions générales d'admission en son sein, figure l'obligation pour l'émetteur :

- de s'assurer que son statut et sa structure juridiques sont conformes à la législation et à la réglementation en vigueur tant au regard de sa constitution que de son fonctionnement ;

16 Dans le domaine bancaire, la compensation est un mécanisme permettant à des banques et à des institutions financières, membres de la chambre de compensation, de régler les montants dus et de recevoir les actifs correspondants aux transactions qu'elles ont effectuées sur les marchés.

17 Source : Wikipédia.

Copyright © 2015 AFNOR.

- ► de se conformer aux exigences des autorités compétentes ;
- ► de s'assurer que les titres d'une même catégorie (dont l'émission et la forme doivent être conformes à la réglementation en vigueur) :
  - ▼ comportent des droits identiques pour leurs porteurs ;
  - ▼ sont librement transférables ;
  - ▼ ne sont assujettis, dans le cadre de leur cession, à aucune clause qui restreigne leur libre négociation.

3.1.2 Les conditions supplémentaires d'admission

Au titre des conditions supplémentaires, l'admission des titres à la négociation est subordonnée au respect de deux séries de dispositions, identiques pour toutes les sociétés :

- ► D'une part, une diffusion suffisante des titres auprès du public doit être réalisée au plus tard au moment de l'admission. Le nombre de titres diffusés est réputé suffisant, soit lorsque les titres qui font l'objet de la demande d'admission sont répartis à concurrence d'au moins 25 % du capital souscrit représenté par cette catégorie de titres, soit lorsqu'en raison du nombre élevé de titres d'une même catégorie et de l'étendue de leur diffusion dans le public, le marché peut fonctionner avec un pourcentage plus faible. Ce pourcentage ne peut, en tout état de cause, être inférieur à 5 % et représenter moins de 5 millions d'euros sur la base du prix d'offre. Cette exigence tend à assurer une diffusion suffisante du titre afin de garantir la liquidité du marché. Notons que cette disposition existait auparavant. Pour mémoire, la diffusion minimale des titres devait être de 25 % du capital social sur le Premier marché, de 10 % sur le Second et de 20 % sur le Nouveau marché.
- ► D'autre part, au moment de l'admission, il est demandé à l'émetteur de disposer, pour les trois derniers exercices effectués, de la demande d'admission d'états financiers annuels audités, publiés ou déposés auprès des organismes compétents ou de comptes *pro forma* audités. Ces états financiers (le cas échéant, consolidés) doivent être établis conformément aux normes comptables du pays dans lequel l'émetteur a établi son siège social. Si le dernier exercice a été

Copyright © 2015 AFNOR.

clos plus de neuf mois avant la date de l'admission, l'émetteur doit publier ou déposer des comptes semestriels audités. Cette exigence avait cours avant la réforme concernant le Premier marché.

3.2 Alternext

3.2.1 Les conditions générales d'admission

Alternext est un marché dit « organisé » ce qui signifie qu'il est régulé mais non réglementé. Il est lui aussi géré par Euronext Paris.

Il offre une alternative aux PME qui souhaitent accéder aux marchés financiers dans des conditions allégées et selon des contraintes adaptées à leurs besoins et à leurs enjeux.

Ce marché offre également de belles opportunités de sortie aux fonds et aux sociétés de capital-investissement qui souhaitent réaliser leur investissement.

L'accès au marché Alternext s'opère soit :

- ► à l'occasion d'une procédure d'offre au public ;
- ► au moyen d'un placement privé ;
- ► par transfert depuis le marché libre.

Les entreprises qui souhaitent s'introduire sur ce marché doivent :

- ► disposer d'un historique financier certifié de deux ans ;
- ► proposer des titres librement négociables et transférables ;
- ► avoir sélectionné pour leur cotation – et tout au long de leur parcours boursier sur Alternext – un *listing sponsor* (un introducteur – PSI, des cabinets d'audit ou spécialisés en opérations de haut de bilan ou au sens large une personne morale justifiant d'une expérience dans le haut de bilan et qui dispose de moyens humains et financiers adéquats et agréés par Euronext Paris) qui sont destinés à assumer des rôles de coordinateurs entre la société cotée et l'entreprise de marché. En particulier, ces sponsors seront amenés à préparer l'entreprise à la cotation et à rédiger avec elle la documentation obligatoire en veillant à son exhaustivité ainsi qu'à sa sincérité.

Copyright © 2015 AFNOR.

Deux modes d'accès au marché sont proposés aux entreprises candidates : une cotation avec offre au public ou une cotation précédée d'un placement privé :

- Les sociétés qui souhaitent faire offre au public doivent, d'une part, disposer d'un flottant minimum de 2,5 millions d'euros et, d'autre part, produire (lors de l'introduction) un prospectus d'offre au public visé par le régulateur boursier (l'AMF).
- Les sociétés qui choisissent la voie du placement privé préalable doivent justifier d'un montant de placement privé préalable (de deux années au plus) à l'introduction d'au moins 5 millions d'euros et d'un nombre suffisant d'investisseurs (au minimum cinq au-delà d'un cercle incluant les dirigeants, leurs familles, les actionnaires de plus de deux ans, les sociétés contrôlées par l'émetteur ainsi que les sociétés dont ces personnes détiennent seules ou avec d'autres plus de 20 % du capital et des droits de vote, les personnes liées par un pacte ou une convention limitant significativement la cession desdits titres, les personnes ayant reçu une rémunération en titres supérieure à 100 000 euros ou représentant plus de 3 % des titres admis). Lors de l'introduction, elles doivent également fournir un document d'information *(offering circular)* rédigé sous la responsabilité du *listing sponsor* et de la société mais non soumis au visa du régulateur boursier (l'AMF).

3.2.2 Le déroulement de la cotation et du transfert depuis un autre marché

La cotation sur Alternext se réalise selon divers moyens : soit au moyen du carnet d'ordre central (avec un système de cotation en continu pour les valeurs les plus liquides et un système de cotation au *fixing*[18] pour les autres), soit en *market making.* Ce dernier dispositif constitue un mode de négociation bilatéral réalisé entre un *market maker* (teneur de marché agréé par l'entreprise de marché et intervenant sur leurs fonds propres) et un client qui intervient au moyen de son intermédiaire financier.

18 Le *fixing* est un mode de cotation sur les marchés financiers, c'est-à-dire une méthode de fixation du prix par rencontre de l'offre et de la demande sur les marchés financiers (source : Wikipédia).

Copyright © 2015 AFNOR.

L'accès au marché Alternext se conçoit certes pour une société de taille intermédiaire qui souhaite lever des capitaux auprès des investisseurs financiers mais aussi pour des sociétés qui, déjà cotées sur le marché réglementé, estiment que les coûts inhérents à cette cotation sur ce marché deviennent trop lourds au regard des avantages qu'elles en retirent et qui souhaitent alléger ces charges fixes.

Devant un grand nombre de demandes, la réglementation a évolué pour permettre le passage de sociétés cotées sur Euronext Paris vers Alternext et, plus largement, tout système multilatéral de négociation organisé.

Ce transfert nécessite toutefois que les intérêts des investisseurs qui ont souhaité investir dans une société cotée sur Euronext Paris qui migre sur Alternext soient préservés.

Ce point concerne notamment l''information et la protection des intérêts minoritaires.

La procédure de transfert est donc minutieusement organisée.

L'émetteur – qui doit impérativement avoir une capitalisation boursière inférieure à un milliard d'euros (sociétés des compartiments B et C d'Euronext) – a d'abord pour obligation d'en informer le public au moins deux mois avant la date envisagée du transfert.

L'avis, diffusé sur le site d'Euronext Paris et celui de la société, précise les raisons de ce transfert et les conséquences qui en résulteront pour les actionnaires et le public.

Ensuite, une assemblée générale des actionnaires de la société candidate au transfert doit être réunie afin d'adopter cette résolution.

Enfin, un second communiqué est diffusé afin de rendre publique la décision de l'assemblée générale.

L'accord des actionnaires obtenus, une demande d'admission doit être adressée à Euronext Paris qui vérifie, outre la liquidité du titre, le respect des obligations de la société candidate à l'endroit de l'entreprise de marché.

La société doit ensuite s'attacher les services d'un *listing sponsor*.

Copyright © 2015 AFNOR.

Enfin, même si la société admise sur Alternext bénéficie d'un régime d'obligations allégées (notamment en termes d'information), le législateur a souhaité qu'une période transitoire de trois ans soit respectée durant le passage entre les deux marchés.

Durant cette période et bien qu'elle soit dorénavant cotée sur Alternext, la société (qui appartenait auparavant au marché réglementé Euronext) continue de se voir appliquer les règles relatives aux franchissements de seuils (C. com., art. L. 233-7-1 et RG AMF, art. 223-15-2) et celles qui sont propres aux offres publiques, notamment obligatoires (C. mon. fin., art. L. 433-5).

Dans tous les cas, la cotation sur Alternext entraîne, par ailleurs, un certain nombre d'obligations. Les sociétés cotées s'engagent ainsi à :

- ► publier dans un délai de quatre mois les comptes annuels audités et les comptes semestriels non audités ;
- ► diffuser toute information susceptible d'avoir un impact sur leur cours de Bourse ;
- ► publier les franchissements de seuils de 50 % et de 95 % ;
- ► publier les transactions qu'effectuent les dirigeants de la société sur les titres émis par celle-ci ;
- ► mettre en œuvre une politique de protection des investisseurs minoritaires par la mise en place d'une procédure de retrait en cas de changement de contrôle par acquisition d'un bloc conférant ledit contrôle.

En revanche, ces entreprises ne sont pas tenues de diffuser leur comptabilité sous le référentiel IFRS[19]. Parallèlement, l'entreprise de marché Euronext Paris et l'AMF souhaitent offrir une protection aux actionnaires minoritaires des sociétés cotées sur Alternext. À cette fin, par exemple, l'AMF a décidé d'étendre aux sociétés cotées sur Alternext certaines procédures d'offre obligatoire (C. mon. fin., art. L. 433-3, II). De même, en cas d'un projet de retrait de cote initié par un actionnaire détenant plus de 95 % des droits de vote, une offre de rachat d'une durée minimale de 10 jours de Bourse et à un prix d'offre validé par un expert indépendant doit être offerte aux actionnaires minoritaires restants.

19 *International Financial Reporting Standards* : normes internationales d'information financière (source : Wikipédia).

Copyright © 2015 AFNOR.

3.3 Le marché libre (*over the counter*)

3.3.1 Les conditions générales d'admission

Le marché libre avait normalement vocation à disparaître. Cependant, il existe toujours et fonctionne plutôt bien. Il est lui aussi géré par Euronext Paris.

Le marché libre est destiné à accueillir les sociétés de taille modeste. Ses atouts principaux sont les suivants :

- ► l'entrée comporte peu d'exigences ;
- ► peu de contraintes interviennent pendant le temps de la cotation.

Cela s'explique par le fait que le marché libre n'est pas un marché réglementé. Il ne s'agit même pas d'un marché organisé comme Alternext.

Ainsi, la procédure d'inscription sur le marché libre est fortement allégée :

- ► aucune condition d'ancienneté n'est exigée de la part de l'entreprise ;
- ► aucune diffusion minimale des titres n'est exigée ;
- ► la demande d'admission peut être le fait de l'entreprise ou de l'un de ses actionnaires.

Le dossier d'admission doit comprendre un certain nombre d'informations :

- ► les statuts de la société ;
- ► un extrait Kbis[20] ;
- ► les comptes de l'entreprise pour les deux derniers exercices (si son ancienneté le permet) ;
- ► une lettre d'intention indiquant la quantité de titres proposée, leur prix et la justification de ces éléments ;
- ► un courrier attestant de l'absence de clauses restreignant la libre négociabilité des actions ;
- ► un courrier attestant de l'absence d'opposition de l'entreprise à l'entrée en cotation.

20 Le Kbis est un document officiel attestant l'existence juridique d'une entreprise commerciale en France (source : Wikipédia).

Copyright © 2015 AFNOR.

Si l'admission sur le marché libre est le fait d'actionnaires minoritaires souhaitant céder tout ou partie de leur participation, ils doivent de surcroît produire une copie de la lettre envoyée à l'entreprise l'informant de leur intention de céder leurs titres sur le marché et de l'absence d'opposition de la société à cette admission. Ces dernières mesures mettent techniquement fin à la cotation dite « sauvage » des entreprises qui voyait des actionnaires minoritaires utiliser cette technique pour contraindre les actionnaires majoritaires à leur racheter leur participation. En pratique, les entreprises qui souhaitent être cotées sur le marché libre doivent expurger leurs statuts des clauses d'agrément qui pourraient y figurer.

En revanche, en cas d'offre au public, un prospectus doit être élaboré, visé et diffusé.

3.3.2 La cotation et la sortie du marché

En cours de cotation, aucune autre obligation d'information particulière ne pèse sur l'entreprise, sinon celles qui sont prévues par le droit commun des entreprises et le droit comptable, eu égard à la forme juridique cette dernière.

Toutefois, l'entreprise s'engage à informer Euronext Paris de tout événement de nature à avoir une influence significative sur les droits des actionnaires (le détachement de droit de souscription, d'attribution ou de répartition, le détachement de dividendes, le regroupement des actions, la division des actions, etc.).

Cette information sera diffusée par l'entreprise de marché auprès du public, sans que sa responsabilité soit engagée. Le marché libre est donc risqué pour les investisseurs.

Les règles relatives aux offres publiques et en particulier aux offres obligatoires ne s'appliquent pas sur ce marché.

La sortie du marché libre est aujourd'hui réalisée au moyen d'une offre de rachat. Cette offre peut être mise en œuvre par l'actionnaire majoritaire agissant seul ou de concert.

Elle vise l'intégralité des titres de capital et des droits de vote. Les actionnaires sont informés de la mise en place de l'offre et reçoivent une note justifiant le prix proposé qui n'est pas officiellement contrôlé.

Copyright © 2015 AFNOR.

À l'issue de l'offre de rachat (qui dure 25 jours de Bourse) et si le contrôlaire détient au moins 95 % du capital ou des droits de vote de la société, une offre de retrait peut être initiée. Cette offre doit conduire au retrait de la cote de la société.

Copyright © 2015 AFNOR.

Partie II
L'environnement économique et financier de l'introduction en Bourse

Copyright © 2015 AFNOR.

Copyright © 2015 AFNOR.

Une introduction en Bourse (en anglais : *initial public offering*) est une opération par laquelle une entreprise obtient que ses titres soient librement achetés et vendus par n'importe quel investisseur, qu'il soit privé ou institutionnel, dans le cadre d'un marché financier organisé.

La liquidité des titres conférée par un marché financier organisé permet aux firmes cotées d'élargir leur actionnariat et ainsi d'accroître leurs capitaux propres. Au-delà des considérations financières, des motivations stratégiques (la notoriété, la préparation de la transmission, etc.) sont également au cœur du choix des entreprises. Ces dernières doivent néanmoins se plier aux exigences de transparence de la communauté financière et accepter d'abandonner une part de leur souveraineté décisionnelle (voir en 4 « L'accès à la cotation : les objectifs et les obstacles »).

Selon que l'entreprise s'adresse à des investisseurs institutionnels ou privés, elle a le choix de procéder à son introduction *via* une procédure de placement global ou une procédure publique. La procédure publique peut se dérouler à prix ferme ou aux enchères (voir en 5 « Les modalités des procédures d'introduction en Bourse »). Quelle que soit la procédure retenue, pour des entreprises dont les profits futurs sont soumis à de très fort aléas, l'évaluation du prix d'introduction relève d'un art difficile (voir en 6 « L'évaluation du prix d'introduction »).

Copyright © 2015 AFNOR.

Copyright © 2015 AFNOR.

4
L'accès à la cotation : les objectifs et les obstacles

L'introduction en Bourse répond à la fois à des motivations financières et stratégiques. Elle permet, lorsqu'elle est accompagnée d'une augmentation de capital (il s'agit du cas le plus fréquent), un renforcement des fonds propres nécessaires au développement de l'activité. Elle constitue également l'opportunité d'accroître la notoriété de l'entreprise et de repenser son organisation et sa gouvernance.

Copyright © 2015 AFNOR.

4.1 Les objectifs financiers

4.1.1 Le financement de la croissance interne

Les entreprises en phase de croissance génèrent, dans la plupart des cas, d'important besoins financiers. Ces besoins sont liés aux investissements et à la nécessité d'un fond de roulement d'exploitation.

Lorsque le besoin de financer à la fois les stocks et le poste clients excède notablement le crédit qui peut être obtenu auprès des fournisseurs de l'entreprise, la trésorerie nette dégagée par l'exploitation ne suffit généralement pas à couvrir la totalité du besoin lié à la croissance de l'activité. Pour faire face à ce besoin de trésorerie, l'entreprise ne peut avoir recours qu'à deux sources : les capitaux propres et les capitaux empruntés.

Ces derniers trouvent cependant rapidement leurs limites car les banques ne prêtent qu'à hauteur du capital apporté par les actionnaires. En effet, les ratios d'endettement (les capitaux empruntés de toute nature sur capitaux propres) et l'importance des dettes par rapport à la trésorerie nette disponible (après investissements) sont les principaux critères sur lesquels s'appuient les établissements financiers.

Leur progression au-delà de certaines normes entraîne une réticence, voire un refus de la part des organismes prêteurs, quelles que soient les perspectives favorables mises en avant par la direction de l'entreprise.

Une croissance rapide associée à un actionnariat sans ressources suffisantes disponibles pour l'entreprise peut alors aboutir à une impasse. Dans ce cas, l'élargissement de l'actionnariat, notamment *via* le recours aux marchés financiers, s'avère déterminant.

4.1.2 Le financement de la croissance externe

L'introduction en Bourse apparaît pour beaucoup d'entreprises comme étant la première étape d'une stratégie de croissance externe. C'est d'ailleurs la principale raison invoquée lors des réunions de présentation. En augmentant leur capital lors de l'introduction, les entreprises disposent des ressources nécessaires à l'acquisition d'entités existantes.

De plus, les actions d'une société cotée constituent une monnaie d'échange négociable. L'entreprise a alors la possibilité de procéder à des acquisitions (notion de croissance externe) par échange de titres, en totalité ou partiellement. Cette démarche lui évite ainsi de s'endetter exagérément ou de puiser dans sa trésorerie (voir figure 4.1).

Copyright © 2015 AFNOR.

Objectifs de l'opération

La levée de fonds sera allouée aux objectifs suivants de la société :

- procéder à des acquisitions ciblées dans un environnement concurrentiel très fragmenté ;
- financer sa croissance organique, notamment par le développement du réseau commercial du groupe en France et à l'international, à travers des actions de recrutement de commerciaux et d'animation des réseaux de distribution, sur les segments de marchés visés ;
- accroître les capacités d'innovation du groupe par le renfort humain et matériel de ses structures de recherche et de développement produits.

À titre indicatif, la société envisage d'affecter le produit de l'augmentation de capital réalisée dans le cadre du placement privé de la façon suivante : environ 45 % sur le premier objectif précité, environ 40 % sur le second et environ 15 % sur le dernier.

Figure 4.1 Extrait d'un prospectus

4.1.1 La réduction du coût du capital

Lors d'une introduction en Bourse, l'entreprise émettrice renforce ses fonds propres et augmente ainsi sa capacité d'endettement. L'assainissement sa structure financière a pour effet de réduire le coût de ses financements.

Indépendamment de cet élément, la baisse du coût du crédit constatée relève également de l'effet « cotation » qui rassure le banquier et permet d'acquérir une meilleure position de négociation. L'entreprise peut également arbitrer sa décision entre financements bancaires et financements de marché.

Les investisseurs réduisent en outre leurs exigences en termes de rentabilité attendue. En effet, grâce à l'amélioration de la visibilité et de la transparence induite par les contraintes en termes de publication d'informations auxquelles les entreprises cotées sont soumises, les actionnaires disposent d'une meilleure perception du risque de leur placement.

Enfin, la liquidité dont bénéficient les titres cotés et qui autorise les investisseurs à sortir du capital quand ils le souhaitent, renforce l'attractivité des sociétés introduites. Il n'est en effet pas rare pour un analyste financier d'appliquer une décote d'illiquidité de 15 à 25 % lors de l'estimation de la valeur des titres d'une société non cotée.

Copyright © 2015 AFNOR.

4.2 Les objectifs stratégiques

4.2.1 Développer la notoriété de la firme

La publicité faite autour d'une entrée en Bourse est importante et le statut de société cotée assure une visibilité permanente à celle-ci. Les obligations en matière de transparence agissent comme un label de qualité. L'attractivité de la société se trouve ainsi renforcée. Elle permet à cette dernière d'être crédible à l'international, d'élargir son panel de fournisseurs et de clients ou encore d'attirer les meilleurs talents en son sein. L'introduction en Bourse d'une entreprise est souvent l'occasion de mettre en place des éléments de rémunération incitatifs qui prennent la forme de titres négociables.

Le gain de notoriété est d'autant plus élevé que la société introduite en Bourse est jeune et appartient à un secteur d'activité en croissance. Il n'est donc pas surprenant de constater qu'environ un tiers des PME ou des ETI cotées soient considérées comme innovantes (contre moins de 5 % pour les entreprises non cotées).

Pour aller plus loin

Brun Mathieu, Cayssials Jean-Luc et Kremp Élisabeth, « Les PME-ETI cotées en Bourse : la crise accentue les disparités et souligne les différences de réactivité », in *Bulletin de la Banque de France*, 2e trimestre 2011, n° 184, pp. 71-92.

4.2.2 Repenser l'organisation

L'accès aux marchés financiers implique généralement de fournir un effort de communication financière vis-à-vis des investisseurs. Cet effort nécessite des systèmes de contrôle interne développés. En outre, les actionnaires exigent des structures de gouvernance qui leur permettent d'assurer une surveillance vigilante des dirigeants. Ces mutations sont parfois considérées à court terme comme un coût pour l'entreprise mais à long terme elles ne peuvent que conforter la solidité et la pérennité de cette dernière.

L'admission aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers oblige la société émettrice à inclure des informations relatives aux procédures de contrôle interne mises en place afin de s'assurer que la société développe son activité en conformité

Copyright © 2015 AFNOR.

avec les dispositions légales et réglementaires applicables, des informations relatives à la gestion des risques générés par l'exploitation sociale ainsi que des informations relatives à la gouvernance de la société (C. com., art. L. 225-37 et L. 225-68). Ces informations sont regroupées dans un rapport qui est joint au rapport annuel de gestion. Ce dernier est destiné à être présenté aux actionnaires lors de l'assemblée générale ordinaire annuelle.

Cette notion de gouvernance (ou de gouvernement) renvoie à la manière dont la société est dirigée et aux moyens qui sont déployés pour s'assurer que la direction sociale est correctement contrôlée à la fois par les corps intermédiaires que représentent le conseil (d'administration ou de surveillance, selon le cas) ainsi que l'assemblée. L'idée sous-jacente est de donner des garanties raisonnables aux actionnaires et/ou aux investisseurs concernant la gestion des fonds propres par la direction. Il s'agit en effet de s'assurer que cette dernière utilise ces fonds pour développer l'activité de l'entreprise conformément à l'intérêt social.

Dans cette optique, l'organisation interne de la société est basée sur un double système de délégation de l'assemblée au conseil (d'administration ou de surveillance, selon le cas) et du conseil vers la direction générale (ou le directoire, selon le cas). Dans le contexte d'un actionnariat très éparpillé, on peut craindre de voir une multitude de petits actionnaires se désintéresser du contrôle de la société et de leur investissement en laissant les « coudées franches » à des dirigeants qui vont privilégier leur intérêt. Dans le contexte d'un actionnariat concentré, on peut craindre de voir un actionnaire majoritaire méconnaître les prétentions et les droits élémentaires des minoritaires. Les règles de gouvernance ont donc pour ambition d'éviter de tels déséquilibres qui s'avèreraient préjudiciables à la santé de l'entreprise et, par conséquent, à sa pérennité.

Par exemple, la composition du conseil d'administration, les règles relatives au cumul des mandats sociaux, les principes régissant la rémunération des dirigeants, l'activité réelle du conseil et la qualité de ses travaux, la bonne circulation de l'information entre les organes dirigeants, le contrôle des conventions conclues entre les dirigeants et la société potentiellement porteuses de conflits d'intérêts, etc. participent de ces règles de bonne gouvernance.

Copyright © 2015 AFNOR.

Chaque entreprise cotée sur un marché réglementé peut élaborer son propre système de gouvernance et en faire part dans son rapport annuel. Toutefois, afin de simplifier la tâche qui incombe ainsi aux sociétés cotées sur un tel marché, les organisations représentatives des entreprises (l'Association française des entreprises privées – Afep, le Mouvement des entreprises de France – Medef, etc.) ont été sollicitées afin d'élaborer un code de bonne gouvernance qui ferait office de référentiel auquel les entreprises pourraient plus simplement se référer. En 2003, le premier code Afep-Medef de gouvernance des entreprises (consolidation de travaux antérieurs initiés dès 1995 par le CNPF[21] sur ce thème) a vu le jour.

Il a depuis lors connu plusieurs versions révisées (la dernière datant de juin 2013). Ce code focalise ses recommandations sur le conseil d'administration, les dirigeants sociaux et la question de leur rémunération.

Toute société cotée sur le marché réglementé et qui doit présenter les règles qui sont les siennes en matière de (bonne) gouvernance dans le rapport joint à son rapport annuel de gestion peut se référer directement à ce code. Ce recours à ce que l'on nomme le droit « mou » *(soft law)*, comparé au droit « dur » *(hard law)* qui est issu des lois et règlements, peut cependant n'être que partiel. En effet, chaque entreprise dispose du choix d'appliquer le code de gouvernance auquel elle se réfère de manière exhaustive ou seulement partielle en vertu d'un principe cardinal dans cette matière : le principe *« comply or explain »* ou « appliquer ou expliquer ».

Autrement dit, toute entreprise dispose d'une certaine marge de liberté pour ne pas appliquer les dispositions spécifiques contenues dans le code de gouvernance des entreprises élaboré par l'Afep et le Medef. Cependant, dans cette circonstance, la société doit indiquer quelles sont les règles qu'elle a adoptées par elle-même en complément de la loi et s'expliquer sur les motivations qui la conduisent à écarter tout ou partie des dispositions d'un tel code. L'essentiel est que la promotion de cette « meilleure » gouvernance soit assurée.

21 Conseil national du patronat français.

Copyright © 2015 AFNOR.

En définitive, peu importe le vecteur qui est utilisé, dès lors que chaque entreprise présente des spécificités propres qui peuvent lui faire préférer celui-ci au détriment d'un autre.

Il y a lieu de noter que le si le code Afep-Medef est relativement populaire aujourd'hui, il est loin d'être le seul existant en ce domaine. Il y aurait même, en France, une certaine tendance à les multiplier de manière pléthorique, chaque organisation produisant le sien.

Néanmoins, en dehors du code Afep-Medef, seul le code élaboré par l'association MiddleNext[22] fait véritablement recette auprès des entreprises cotées. La raison principale est que le code Afep-Medef s'adresse essentiellement aux sociétés cotées sur le marché réglementé (seul marché pour lequel existe l'obligation de se référer à un tel code) alors même que de très nombreuses entreprises sont cotées en dehors d'un marché réglementé, qu'il s'agisse du marché Alternext ou encore du marché libre.

De surcroît, de très nombreuses entreprises cotées sur le marché réglementé ne se trouvent guère de points communs avec les sociétés cotées sur le compartiment A de l'Eurolist, dont la capitalisation est supérieure à 1 milliard d'euros, et qui sont les destinataires premières du code Afep-Medef. Le code MiddleNext se présente ainsi comme une alternative sérieuse pour toutes les ETI et toutes les PME que l'on regroupe sous le vocable de Valeurs Moyennes et Petites (VaMPs). Ces entreprises ont fait le choix de l'appel au marché financier pour se financer mais ne présentent pas de structures actionnariale (elles ont le plus souvent un actionnariat de référence stable) et gouvernementale (le dirigeant-fondateur actionnaire patrimonial se trouve souvent isolé) identiques à celles des très grandes sociétés transnationales.

Enfin, il faut noter que ces codes – loin de n'être qu'une source de contraintes supplémentaires pour les sociétés qui les adoptent (volontairement ou non) – constituent également des sources très enrichissantes qui permettent d'alimenter la réflexion des dirigeants sociaux.

22 MiddleNext est une association professionnelle française indépendante exclusivement représentative des valeurs moyennes cotées (source : http://www.middlenext.com).

Copyright © 2015 AFNOR.

Ils seront alors à même d'adopter une gouvernance adéquate et optimale qui leur permettra de rendre leur entreprise encore plus performante et pérenne.

4.2.3 Permettre aux actionnaires historiques de vendre leurs titres

L'achat et la vente d'actions de sociétés non-cotées se heurtent à deux difficultés : l'absence d'un prix incontestable et le manque de liquidité. L'introduction sur le marché offre la possibilité à l'ensemble des actionnaires de la société (familiaux, financiers ou minoritaires) de céder leurs titres à tout moment et à un prix qui reflète l'opinion moyenne des investisseurs quant à la valorisation de l'entreprise.

L'introduction en Bourse facilite la transmission de l'entreprise quelle que soit l'option retenue : la reprise familiale, la cession aux cadres, la sortie progressive du capital, etc. La liquidité apportée par l'introduction en Bourse permet aux membres de la famille du dirigeant-actionnaire d'éviter de devoir vendre la totalité des actifs de l'entreprise afin de régler les droits de succession. Ils ont également la possibilité de régler en titres ou en numéraire des héritiers qui ne souhaiteraient pas participer au projet d'entreprise.

Enfin, l'introduction permet, pour un dirigeant-actionnaire, de réduire la concentration excessive de son patrimoine sur l'entreprise qu'il dirige au profit d'une diversification souhaitable de ses actifs personnels.

4.3 Les obstacles

4.3.1 La transparence requise

Selon le marché choisi, la société admise à la négociation sur un marché est soumise à des contraintes plus ou moins lourdes en matière d'information et de transparence à l'égard de ses actionnaires (voir en 3 « Les règles spécifiques aux divers marchés »).

Copyright © 2015 AFNOR.

4.3.2 La perte de contrôle

Les dirigeants d'une société cotée doivent consacrer beaucoup de temps à la presse, à la communauté financière et aux actionnaires. Ils doivent en outre sans cesse arbitrer leurs orientations entre le développement d'une politique à long terme et la présentation de bons résultats à court terme afin de ne pas compromettre leur cours de Bourse ou leur capacité à lever des fonds ultérieurement.

Les actionnaires de référence voient par ailleurs leur contrôle sur l'entreprise s'atténuer. À cette perte de contrôle relative s'ajoutent les éventuelles contraintes en matière de gouvernance d'entreprise qui sont également susceptibles de réduire leur liberté d'action.

Certaines sociétés, surtout les PME, évitent ainsi d'ouvrir leur capital car leurs actionnaires craignent de perdre le contrôle de la société. Lorsque les fonds propres apportés par les fondateurs ne suffisent plus, elles se tournent en priorité vers la solution de l'endettement. Ce n'est qu'en ultime ressort qu'elles font appel à des financements sous d'autres formes et ouvrent leur capital au public.

4.3.3 Le coût inhérent à la cotation

Une introduction en Bourse représente une charge de travail très conséquente pour l'ensemble des intervenants de l'opération, que ce soient les intermédiaires financiers impliqués dans l'opération, les auditeurs, les autorités de contrôle, les conseillers en communication ou les avocats. L'entreprise elle-même doit mobiliser ses dirigeants, mais également certains de ces collaborateurs ou de ces actionnaires.

Il n'est pas possible de quantifier l'investissement interne à l'entreprise. Cependant, une estimation des coûts externes est possible. Certains intermédiaires proposent un tarif forfaitaire, d'autres travaillent à la carte. Le coût direct total de l'opération est rarement inférieur à 5 % du montant total des fonds levés pour les opérations les plus importantes, mais peut dépasser 10 % pour les opérations de très petite taille. Pour Alternext, l'estimation

Copyright © 2015 AFNOR.

moyenne du coût total de l'introduction varie entre 7 et 10 % des fonds à lever. Pour le marché libre, les coûts sont très faibles en raison de la quasi-absence de contraintes auxquelles sont soumises les sociétés.

Ce coût inhérent à l'accès à la cotation est à distinguer des frais liés aux levées de fonds ultérieures. Ces derniers seront sensiblement inférieurs et seront imputés sur la prime d'émission.

Copyright © 2015 AFNOR.

5
Les modalités des procédures d'introduction en Bourse

La procédure d'introduction en Bourse vise à répartir les titres dans le public en les allouant aux souscripteurs en fonction de leur demande. Cette procédure permettra par ailleurs de fixer le prix auquel l'opération sera réalisée et d'établir une première cotation.

Le prospectus doit préciser la provenance des titres qui sont émis sur le marché. Ceux-ci peuvent provenir :

- de la cession d'actions par des actionnaires existants qui réduisent à cette occasion leur participation dans le capital de l'entreprise (dans ce cas, l'introduction en Bourse n'apporte pas de liquidités à la société) ;
- d'une augmentation de capital de l'entreprise (dans ce cas, le produit de l'émission de ces actions nouvelles reviendra à la société) ;
- pour partie d'une cession d'actions par des actionnaires existants et pour partie d'une émission de nouvelles actions par l'entreprise.

Copyright © 2015 AFNOR.

Il est intéressant que les actionnaires d'une entreprise cotée en Bourse aient des objectifs et des comportements différents. Il est donc précieux que l'actionnariat comporte aussi bien des investisseurs institutionnels que des particuliers.

Les investisseurs institutionnels s'intéressent principalement aux valeurs les plus liquides car leurs transactions portent sur des montants très élevés. Ils seront donc rarement présents sur le marché libre et se concentreront sur les valeurs plus liquides d'Alternext et d'Euronext.

L'émetteur peut envisager de réserver en priorité des tranches de l'offre à certaines catégories d'investisseurs : des investisseurs institutionnels, des investisseurs particuliers et, le cas échéant, des salariés de l'entreprise.

L'entreprise se réservera en général le droit de transférer une partie des actions réservées à une tranche vers une autre tranche (option de surallocation) ou d'augmenter le nombre de titres offerts en fonction de la demande effective (clause d'extension).

5.1 Le placement global

5.1.1 Généralités

La procédure de placement global (PG) est utilisée lors d'une introduction en Bourse pour permettre à l'entreprise de disposer d'un actionnariat stable composé d'investisseurs institutionnels. Cette offre est souvent couplée à une offre publique pour permettre une meilleure liquidité du titre, et par là même une meilleure valorisation.

Le PG est la procédure la plus atypique des procédures d'introduction. Elle représente, en moyenne, entre 85 % et 90 % du montant de l'opération pour les grandes entreprises et 75 % pour les PME et les ETI.

Le PG a un mode de fonctionnement très différent de celui d'une procédure réservée aux particuliers. L'entreprise qui s'introduit en Bourse choisit un ou plusieurs établissements bancaires pour constituer un syndicat bancaire.

Copyright © 2015 AFNOR.

Le syndicat, dirigé par un établissement chef de file, se charge du placement des titres offerts aux institutionnels. Ces derniers, s'ils désirent acquérir des titres, formulent leurs offres dans une fourchette de prix préétablie (d'une largeur de 20 %).

L'établissement chef de file collecte la totalité des ordres suivant la technique dite de la « construction du livre d'ordres » ou *book building*. Ce n'est pas Euronext Paris qui centralise les ordres mais bien l'établissement chef de file.

Le prix d'introduction est le même pour toutes les catégories d'investisseurs, que ces derniers souscrivent à l'offre dans le cadre d'une procédure de PG ou dans celui d'une procédure publique.

La clôture de l'introduction elle-même diffère également de la procédure classique. Dans une procédure classique, chaque investisseur est assuré de disposer d'un taux de service identique et proportionnel. Il n'en est rien concernant le PG et les investisseurs institutionnels. L'attribution des titres est réalisée de manière discrétionnaire.

Cela signifie que l'établissement chef de file décide, d'après les directives de l'entreprise émettrice, de l'exécution ou de la non-exécution des ordres des investisseurs institutionnels. Une fois l'attribution des titres réalisée, l'établissement chef de file transmet à Euronext Paris le récapitulatif des titres attribués.

Pour aller plus loin

Dans une étude publiée en 2004 dans le *Journal of Finance*[23], Tim Jenkinson et Howard Jones montrent que les investisseurs identifiés comme des acteurs s'inscrivant à long terme sont davantage favorisés dans l'allocation des actions introduites. Ce fait s'avère d'autant plus vrai lorsque la demande est forte. Ces investisseurs voient aboutir un pourcentage significativement supérieur de leur demande par rapport aux autres acteurs du marché. Les banques d'affaires semblent donc favoriser les investisseurs à long terme. Ce fait correspond à un sentiment qui est largement répandu parmi les praticiens.

23 Jenkinson Tim et Jones Howard, « Bids and Allocations in European IPO Bookbuilding », in *Journal of Finance*, n° 59, 2004, pp. 2309-2338.

Copyright © 2015 AFNOR.

La figure 5.1 ci-après présente un prospectus relatif à un PG.

L'offre comprend :

- une offre avec délai de priorité au bénéfice des actionnaires de la société ;
- un placement global principalement destiné aux investisseurs institutionnels comportant :
  - un placement en France ;
  - un placement hors de France, y compris aux États-Unis d'Amérique selon la Règle 144A du *Securities Act* et à l'extérieur des États-Unis d'Amérique en vertu de la *Regulation S* du *Securities Act*.
- une offre au public en France réalisée sous la forme d'une OPO (Offre publique à prix ouvert) principalement destinée aux personnes physiques.

Les ordres émis dans le cadre du placement global seront exprimés en nombre d'actions ou en montant demandé. Il n'y a pas de montant minimal et maximal des ordres émis dans le cadre du placement global.

Les ordres pourront faire l'objet d'une réduction totale ou partielle.

Les investisseurs ayant passé des ordres de souscription seront informés de leurs allocations par les chefs de file et les teneurs de livre associés.

Les ordres pourront comprendre des conditions relatives au prix. Pour les ordres comportant un prix unitaire par action, seuls les ordres émis à un prix par action, exprimé en euros, supérieur ou égal au prix de l'offre, seront pris en compte dans la procédure d'allocation.

Le prix des actions offertes dans le cadre de l'OPO et de l'offre avec délai de priorité sera égal au prix des actions offertes dans le cadre du placement global (le « prix de l'offre »).

Le prix de l'offre résultera de la confrontation de l'offre des actions dans le cadre du placement global et des demandes émises par les investisseurs selon la technique dite de « construction du livre d'ordres » telle que développée par les usages professionnels.

Cette confrontation sera effectuée notamment sur la base des critères de marché suivants :

- la capacité des investisseurs retenus à assurer un développement ordonné du marché secondaire ;
- l'ordre d'arrivée des demandes des investisseurs ;
- la quantité demandée ;
- la sensibilité au prix des demandes exprimées par les investisseurs.

Figure 5.1 Extrait d'un prospectus de placement global

Copyright © 2015 AFNOR.

5.1.1 Le placement global garanti

Le placement global peut être garanti (PGG). Il est alors accompagné d'une assurance qui oblige le syndicat bancaire à acheter les titres qu'il n'a pas été en mesure de placer auprès des investisseurs institutionnels.

Cette garantie a un coût qui s'ajoute au coût global de l'introduction en Bourse (voir figure 5.2).

> L'offre fera l'objet d'un contrat de garantie. Les garants, agissant non solidairement, s'engageront chacun à concurrence d'un nombre maximal d'actions, à faire souscrire, ou le cas échéant à souscrire eux-mêmes, les actions nouvelles au prix de l'offre et à la date de règlement-livraison.
>
> Le contrat de garantie devrait être signé le jour de la fixation du prix de l'offre.
>
> En cas d'insuffisance de la demande, l'augmentation de capital envisagée dans le cadre de l'offre, ainsi que la garantie prévue par le contrat de garantie, pourraient être limitées aux souscriptions reçues dès lors que celles-ci atteindraient au moins 75 % du montant de l'émission initialement prévue, soit la souscription d'au moins 2 200 000 actions nouvelles.
>
> Le contrat de garantie pourra être résilié par les garants jusqu'à (et y compris) la date de règlement-livraison de l'offre en cas d'événement défavorable significatif, c'est-à-dire un événement susceptible d'avoir une importance telle qu'il rendrait impossible ou compromettrait sérieusement l'offre.
>
> Dans l'hypothèse où le contrat de garantie serait résilié conformément à ses termes, l'opération d'introduction en Bourse de la société et l'offre seraient rétroactivement annulées.

Figure 5.2 Extrait d'un prospectus de placement global garanti

5.3 Les procédures publiques

Il existe quatre procédures publiques d'introduction :

1. la cotation directe ;
2. l'offre à prix minimum (OPM) ;
3. l'offre à prix ferme (OPF) ;
4. l'offre à prix ouvert (OPO).

Copyright © 2015 AFNOR.

5.3.1 La cotation directe

Cette procédure est généralement utilisée lors du transfert de titres d'un marché à un autre. Un cours minimum est annoncé aux investisseurs. Il suffit ensuite à chaque investisseur de se positionner par rapport à ce cours minimum et d'indiquer le cours maximum auquel il souhaite acquérir les titres, sans que cette valeur soit inférieure au montant minimum. Les ordres acceptés dans le cadre d'une cotation directe sont les ordres à cours limité ainsi que les ordres au marché.

L'avis publié par Euronext Paris stipule le nombre de titres offerts, le prix minimum en dessous duquel les vendeurs refusent de céder leurs titres, la variation maximale autorisée par rapport à ce prix minimum (le plus souvent 10 %) et la réduction maximale susceptible d'être appliquée (les ordres doivent être servis au minimum à 4 %, mais l'avis d'introduction peut fixer un pourcentage différent).

L'ajustement de l'offre et de la demande se fait par rapport au prix à l'intérieur de la fourchette. Si au prix maximum de la fourchette la demande excède l'offre, l'ajustement se fait par la réduction proportionnelle des demandes au prix plafond ou par la définition d'une nouvelle fourchette dans le cas où le taux de service minimum n'est pas atteint.

Exemple

L'entreprise A propose 150 000 titres à un prix minimal de 25 euros dans le cadre d'une procédure de cotation directe.

Premier cas : les 150 000 titres sont souscrits à un prix supérieur ou égal à 26,50 euros. Toutes les demandes réalisées à un prix inférieur ne sont pas servies. Les autres, comprises entre 26,50 euros et 27,50 euros sont intégralement servies au prix de 26,50 euros.

Deuxième cas : 285 000 titres sont demandés au prix maximum de 27,50 euros (25 euros + 10 %). Toutes les propositions réalisées à un prix inférieur sont écartées. Les ordres à 27,50 euros sont servis à hauteur de 52 % (150 000/285 000).

Troisième cas : 1 500 000 titres sont demandés au prix maximal de 27,50 euros. Au prix maximum autorisé, la demande représente 100 fois l'offre disponible. Les ordres ne peuvent donc être servis au taux minimum de 4 % indiqué dans l'avis. Euronext Paris publie un avis précisant la nouvelle variation maximale autorisée sur le prix de 27,50 euros.

Copyright © 2015 AFNOR.

5.3.2 L'offre à prix minimum

Cette procédure est la plus difficile à appréhender pour l'actionnaire car il doit fixer le prix auquel il évalue l'action.

Afin de faciliter le travail des souscripteurs, un prix dit « minimum » est donné. En dessous de ce prix, les demandes ne seront pas servies.

Les ordres d'achat doivent être impérativement réalisés à cours limité. Euronext Paris se réserve le droit d'éliminer les demandes libellées à des prix excédant notablement le prix d'offre minimum.

Exemple

L'entreprise B propose 100 000 titres au prix de 21 euros dans le cadre d'une procédure d'offre à prix minimum.

Le dépouillement du marché fait apparaître un total de 4 000 000 de titres demandés.

Si on équilibrait le marché uniquement par le prix, le cours d'introduction s'établirait à 33,50 euros (+ 59,52 % par rapport au prix d'offre initial de 21 euros). Si on équilibrait le marché par la réduction des quantités demandées au prix de 21 euros, les ordres seraient servis à concurrence de 2,5 % (100 000/4 000 000).

Euronext Paris va opter pour une solution mixte. Les ordres d'achats supérieurs à 28 euros et inférieurs à 25,50 euros sont éliminés. Il reste ainsi 1 800 000 titres demandés qui seront servis au taux de 5,56 % (100 000/1 800 000). Le premier cours coté s'établira donc à 25,50 euros.

5.3.3 L'offre à prix ferme

L'ajustement se fait uniquement par la réduction des demandes sur la base du prix d'offre. La réduction peut être linéaire ou différenciée, selon la catégorie de l'ordre.

Ces catégories sont le plus souvent établies en fonction des quantités (par exemple, les ordres A jusqu'à 50 titres, les ordres B au-delà) mais elles peuvent également porter sur les périodes de réservation.

L'OPF souffre d'une certaine désaffection. Parmi les inconvénients de cette procédure, le plus fréquemment dénoncé est l'inélasticité du prix à la demande, qui peut conduire l'émetteur à proposer un prix volontairement faible pour assurer la réussite de l'opération.

Copyright © 2015 AFNOR.

Exemple

L'entreprise C propose 65 425 titres à un prix de 10,90 euros dans le cadre d'une procédure d'offre à prix ferme.

Le dépouillement du marché fait apparaître un total de 5 789 423 titres demandés.

Les demandes sont servies à hauteur de 1,13 % au cours de 10,90 euros, ce qui entraîne des effets de seuil particulièrement forts. Les ordres allant de 1 à 99 titres ne reçoivent rien. Les ordres de 100 à 199 titres reçoivent 1 titre ; les ordres de 200 à 299 titres reçoivent 2 titres, etc. Des OPF à ordres différenciés sont donc mis en place.

5.3.4 L'offre à prix ouvert

L'OPO est la procédure plébiscitée par les émetteurs et les investisseurs. Elle consiste à fixer une fourchette de prix et non plus un prix définitif, afin de diminuer le taux de réduction des demandes de titres. Les ordres doivent être donc limités à un prix inclus dans cette fourchette. L'inconvénient majeur pour les actionnaires est qu'ils doivent se prononcer sur la valeur d'une action, sans en connaître le prix exact. Ce prix n'est connu qu'à l'issue de l'offre après la centralisation des ordres par Euronext Paris. Comme pour l'OPF, l'avis peut distinguer plusieurs catégories.

La figure 5.3 ci-après présente un avis d'opération d'OPO.

Conformément aux articles 1.4, 3.1 et 3.2 des règles d'Alternext, Euronext Paris a décidé l'inscription sur le compartiment « offre au public » d'Alternext à Paris :

- de 2 100 000 actions existantes composant le capital social de la société D ;
- d'un nombre maximum de 450 000 actions nouvelles émises dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire par voie d'offre au public ;
- d'un nombre maximum de 67 500 actions nouvelles complémentaires émises en cas d'exercice intégral de la clause d'extension.

Un nombre de 450 000 actions nouvelles sera mis à la disposition du public et diffusé dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire par voie d'offre au public (« l'offre ») comprenant un placement global (« PG ») et par voie d'une offre à prix ouvert (« OPO ») et coté sur Alternext à Paris, avant exercice intégral de la clause d'extension.

Fourchette de prix indicative

7,30 euros – 8,90 euros par action (« prix de l'offre »)

Copyright © 2015 AFNOR.

Clause d'extension

En fonction de la demande, la société D pourra, en accord avec son prestataire de services d'investissement, décider d'augmenter le nombre d'actions offertes d'un maximum de 15 % dans le cadre de l'offre.

Option de surallocation

Certains actionnaires de la société consentiront au prestataire de services d'investissement une option de surallocation permettant l'acquisition d'un nombre d'actions existantes représentant un maximum de 15 % de la taille de l'offre après éventuel exercice de la clause d'extension.

Caractéristiques de l'OPO

Ouvert aux : personnes physiques, investisseurs personnes morales, fonds communs de placement.

Durée : 10 jours.

Si la demande exprimée dans le cadre de l'OPO le permet, le nombre définitif d'actions allouées en réponse aux ordres émis dans le cadre de l'OPO sera au moins égal à 10 % du nombre total d'actions offertes, avant exercice de la clause d'extension.

Décomposition des ordres en fonction du nombre de titres demandés :

- Fractions d'ordre A1 : entre 10 et 300 actions incluses.
- Fractions d'ordre A2 : au-delà de 300 actions.

Chaque ordre doit porter sur un nombre minimum de 10 actions. Les ordres seront exprimés en nombre d'actions demandées, sans limitation de prix et seront réputés stipulés au prix de l'OPO.

Le résultat de l'OPO, ainsi que les conditions de négociation, feront l'objet d'un avis publié à l'issue de l'offre.

Garantie de placement : le placement des actions ne fera pas l'objet d'une garantie irrévocable de bonne fin. En cas d'insuffisance de la demande, l'augmentation de capital envisagée dans le cadre de l'offre pourrait être limitée aux souscriptions reçues à condition que celles-ci atteignent 75 % du montant initialement prévu. Si ce seuil n'était pas atteint, l'opération serait annulée.

Conditions d'exécution des ordres : les ordres seront irrévocables et leur validité sera limitée à la journée d'introduction et de première cotation. Les ordres A1 bénéficieront d'un traitement préférentiel dans le cas où tous les ordres ne pourraient pas être entièrement satisfaits. Dans le cas où l'application des modalités de réduction aboutirait à un nombre non entier d'actions, ce nombre serait arrondi au nombre entier immédiatement inférieur.

Figure 5.3 Avis d'opération d'offre à prix ouvert

Copyright © 2015 AFNOR.

La figure 5.4 ci-après présente un avis de résultat d'OPO.

> Le nombre de titres diffusés dans le cadre de l'offre (placement global et offre à prix ouvert) s'élève à 570 000 actions (dont 517 500 nouvelles créées) après exercice intégral de la clause d'extension et exercice partiel de l'option de surallocation.
>
> **Prix de l'Offre :** 7,40 euros par action offerte.

Figure 5.4 Avis de résultat d'offre à prix ouvert

◆ Le résultat de l'offre à prix ouvert

Après centralisation des ordres d'achat, Euronext Paris fait connaître qu'au total elle a enregistré 700 ordres de souscription portant au total sur 200 000 actions.

Conformément aux indications données dans l'avis, Euronext Paris a coté un cours de 7,40 euros et a procédé à la répartition de 125 000 actions offertes dans le cadre de l'OPO.

L'état récapitulatif des ordres souscrits dans le cadre de l'OPO se décompose comme indiqué dans le tableau 5.1.

Tableau 5.1 État récapitulatif des ordres souscrits dans le cadre de l'offre à prix ouvert

Ordres	Fractions d'ordre A1 (entre 10 et 300 titres inclus)	Fractions d'ordre A2 (au-delà de 300 titres)	Total
Nombre d'ordres	700	100	700
Nombre d'actions demandées	125 000	125 000	200 0000
Nombre d'actions allouées	125 000	0	125 000
Taux de service	100 %	0 %	

Copyright © 2015 AFNOR.

◆ Le résultat du placement global

Dans le cadre du PG, la demande totale au prix de 7,40 euros s'est établie à 500 000 actions. Elle était constituée de 17 ordres. Le nombre d'actions allouées au PG est de 445 000 actions.

◆ Le nombre total de titres admis sur le marché

Un total de 2 617 500 actions de la société D sera admis sur le compartiment « offre au public » d'Alternext à Paris.

La figure 5.5 présente un calendrier indicatif d'une introduction sur Alternext qui combine un placement global et une OPO.

Jour J :

- Visa AMF

J + 3 :

- Publication de l'avis d'opération par Euronext Paris
- Diffusion d'un communiqué de presse décrivant les principales caractéristiques de l'offre
- Ouverture de l'OPO et du PG

J + 13 :

- Clôture de l'OPO et du PG

J + 21 :

- Centralisation par Euronext Paris
- Fixation du prix de l'offre
- Décision relative à la clause d'extension
- Diffusion du communiqué de presse indiquant le prix de l'offre, le nombre définitif d'actions nouvelles et le résultat de l'offre
- Publication par Euronext Paris de l'avis de résultat
- Première cotation

J + 28 :

- Règlement-livraison des titres

J + 30 :

- Début des négociations sur Alternext

Figure 5.5 Calendrier indicatif d'une introduction sur Alternext qui combine un placement global et une OPO

Copyright © 2015 AFNOR.

Copyright © 2015 AFNOR.

6
L'évaluation du prix d'introduction

Le prix d'introduction doit concilier l'intérêt des cédants et des souscripteurs. Si les anciens actionnaires souhaitent que le placement soit réalisé au prix le plus élevé possible, ils doivent cependant faire preuve de réalisme car la demande est directement liée au potentiel d'appréciation du prix des titres.

Pour une entreprise désireuse de maximiser le prix d'introduction de ses titres, il existe deux stratégies. La première stratégie consiste à s'introduire sur le marché au moment où la performance de l'entreprise est exceptionnelle. Ainsi, on observe souvent que le rythme de croissance des résultats des sociétés a tendance à fléchir après leur introduction. La seconde stratégie consiste à attendre que le contexte boursier soit propice. En évitant les périodes pendant lesquelles les marchés sont orientés à la baisse et la volatilité est élevée, il est possible de bénéficier de « fenêtres d'opportunités ».

Copyright © 2015 AFNOR.

Trois grandes approches de l'évaluation d'entreprise sont utilisées de façon complémentaire pour justifier le prix d'introduction :

- la méthode dite « des multiples boursiers » qui vise à comparer la société à des sociétés cotées du même secteur et présentant des modèles d'activités proches ;
- la méthode dite « des transactions comparables » qui repose sur une comparaison des prix payés par les acquéreurs de sociétés jugées comparables ;
- la méthode dite « des flux de trésorerie actualisés » *(discounted cash flow)* qui permet de valoriser la société sur la base des flux de trésorerie futurs.

6.1 La méthode dite « des multiples boursiers »

La méthode dite « des multiples boursiers », encore appelée méthode « comparative » ou méthode « des comparables boursiers », consiste à rapporter la valeur de marché des entreprises cotées du secteur à leur performance et à appliquer le multiple moyen obtenu à la société à évaluer.

Parmi les multiples utilisés, trois ont la faveur des analyses produites dans les prospectus :

- le *Price Earning Ratio*[24] *(PER)* ;
- la valeur d'entreprise rapportée au chiffre d'affaires (VE/CA) ;
- la valeur d'entreprise rapportée à l'excédent brut d'exploitation (VE/EBE).

Malgré sa simplicité, la méthode « comparative » se heurte à deux difficultés majeures : la constitution de l'échantillon de comparaison et le choix des exercices pertinents pour le calcul des multiples. Il est ainsi très délicat d'estimer, à partir de cette méthode, des sociétés innovantes pour lesquelles les performances passées présagent très aléatoirement des performances futures et pour lesquelles les valeurs cotées de comparaison sont rares.

24 Multiple de capitalisation des bénéfices.

Copyright © 2015 AFNOR.

6.1.1 *Le Price Earning Ratio*

Le *PER*, encore appelé « multiple de capitalisation », mesure le nombre de fois où le bénéfice net par action est contenu dans le cours de Bourse. Il exprime le nombre d'années pendant lesquelles il faudra détenir l'action pour qu'elle soit « remboursée » par les bénéfices de l'entreprise (dans l'hypothèse où ceux-ci restent constants). Il est calculé en rapportant le dernier cours coté au bénéfice net par action estimé ou en divisant la capitalisation boursière (obtenue en multipliant le cours par le nombre de titres admis à la cotation) par le bénéfice net estimé.

Dire qu'une société affiche un *PER* de 17 signifie que, au cours actuel, cette société affiche une capitalisation boursière égale à 17 fois le bénéfice estimé de l'année. Le *PER* d'une valeur sera ainsi d'autant plus élevé que le marché anticipe une croissance forte de ses bénéfices.

Pour une valeur donnée, l'analyse de l'évolution de ce ratio dans le temps fournit un repère historique. À conditions de marché constantes, l'observation des multiples des années passées donne en effet une vue d'ensemble du jugement du marché sur le titre. Un *PER* trop différent de la valeur moyenne observée au sein d'un même secteur d'activité laisse à penser que la dynamique des bénéfices futurs de l'entreprise ne suivra pas la même trajectoire que celle de ses concurrents.

6.1.2 La valeur d'entreprise rapportée au chiffre d'affaires

La VE se calcule en additionnant la capitalisation (qui correspond à l'argent apporté par les investisseurs) avec la dette financière nette (qui représente l'argent apporté par les préteurs). La VE représente la valeur théorique minimum de rachat de l'entreprise par un investisseur. Elle prend en compte le fait que l'acquéreur doit aussi assumer la dette de l'entreprise lorsqu'il l'achète.

L'intérêt de l'utilisation du CA est double. En premier lieu, le CA est un indicateur d'activité qui s'avère peu soumis à des ajustements comptables et qui est peu volatile. Il présente de surcroît l'avantage de pouvoir valoriser des sociétés en phase de croissance mais qui

Copyright © 2015 AFNOR.

ne réalisent pas encore de bénéfices. *A contrario*, le CA ne traduit pas la profitabilité d'une entreprise. Ainsi, le ratio VE/CA apparaît peu pertinent si les sociétés comparées ont des niveaux de marge très différents.

6.1.3 La valeur d'entreprise rapportée à l'excédent brut d'exploitation

L'EBE représente le solde entre les produits d'exploitation et les charges d'exploitation qui ont été consommées pour obtenir ces produits (consommations intermédiaires et dépenses de personnel). Au prix d'une certaine approximation (due à la prise en compte des variations de stocks), l'EBE peut être considéré comme un indicateur de trésorerie d'exploitation. Il est équivalent de l'*EBITDA*[25] anglo-saxon.

Le rapport VE/EBE présente l'avantage de minimiser les différences qui peuvent exister entre deux entreprises ne supportant pas le même régime fiscal ou dont la structure d'amortissement est différente. Ce n'est pas le cas du *PER* qui, en intégrant le bénéfice net, incorpore les dotations aux amortissements et aux provisions, le résultat financier, les éléments exceptionnels et l'impôt sur les bénéfices.

Le tableau 6.1 ci-après présente un comparatif des différentes méthodes d'évaluation du prix d'émission (le capital, la dette nette et la VE sont exprimés en millions d'euros).

La méthode de valorisation dite « des comparables boursiers » est une méthode analogique qui vise à comparer la société D à des sociétés cotées du même secteur et présentant des modèles d'activité proches.

Il faut cependant prendre en compte le fait que chaque société possède des caractéristiques financières, opérationnelles et fonctionnelles qui lui sont propres et qui sont susceptibles de générer des biais dans la comparaison.

25 L'expression anglaise *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (EBITDA)* désigne les bénéfices avant intérêts, impôts (taxes), dotations aux amortissements et provisions sur immobilisations (mais après dotations aux provisions sur stocks et créances clients) (source : Wikipédia).

Copyright © 2015 AFNOR.

Tableau 6.1 Éléments d'appréciation du prix d'émission
Valorisation par les multiples boursiers

Sociétés	Capital	Dette nette	VE	VE/CA			VE/EBE			PER		
				Années			Années			Années		
				N	N + 1	N + 2	N	N + 1	N + 2	N	N + 1	N + 2
A	7 000	1 000	8 000	5,8	5,4	5	9,7	9,1	8,7	14	13	12
B	8 000	1 100	8 100	2,2	2	1,8	7,1	6,5	6,4	14	12	11
C	10 000	900	10 900	2,6	2,4	2,1	5,7	5,3	5	12	11	10
Moyenne des multiples	–	–	–	3,5	3,3	3,0	7,5	7,0	6,7	13,3	12	11

Copyright © 2015 AFNOR.

Pour valoriser la société D, il faut retenir les agrégats de l'année N + 2. Il est alors possible de travailler en se basant sur un CA significatif et sur une marge opérationnelle courante positive. Ces éléments sont en effet comparables à ceux des autres acteurs du secteur.

En appliquant le ratio VE/CA moyen au CA de la société D estimé à N + 2 (dans le cas présent, 3,2 milliards d'euros), la valeur moyenne obtenue est de 9,6 milliards d'euros.

En appliquant le ratio VE/EBE moyen à l'EBE de la société D estimé à N + 2 (dans le cas présent 1,5 milliard d'euros), la valeur moyenne obtenue est de 10,05 milliards d'euros.

En appliquant le ratio *PER* moyen au résultat de la société D estimé à N + 2 (dans le cas présent, 1 milliard d'euros), la valeur moyenne obtenue est de 11 milliards d'euros.

La moyenne de ces trois valeurs induit une valorisation de 10,2 milliards d'euros soit 5 euros par action (le capital est composé de 2 040 000 actions). Le prix en milieu de fourchette (entre 4 euros et 4,50 euros) fait ressortir une décote de 15 % par rapport à cette valorisation.

6.2 La méthode dite « des transactions comparables »

La méthode dite « des transactions comparables », encore appelée méthode « transactionnelle » ou méthode « des multiples de transactions », est également une méthode d'évaluation analogique reposant sur une comparaison des prix payés par les acquéreurs de sociétés jugées comparables.

À défaut de pouvoir remplir toutes les conditions de comparabilité, les multiples de valorisation des sociétés récemment acquises doivent être corrigés pour refléter le contexte transactionnel propre à l'entreprise que l'on souhaite évaluer.

Ainsi, lorsqu'il s'agit d'évaluer une transaction majoritaire et dans le cas où l'échantillon de comparables regroupe des transactions minoritaires, il convient d'ajuster le résultat de la valorisation par la prise en compte d'une prime de contrôle.

Copyright © 2015 AFNOR.

La prime de contrôle représente la survaleur qu'un acquéreur est prêt à payer pour contrôler la majorité du capital d'une société.

Éléments d'appréciation du prix d'émission – Valorisation par les transactions comparables

La méthode transactionnelle n'a pas été retenue pour valoriser la société du fait d'un nombre restreint d'opérations au sein du secteur pour lesquelles les ratios de valorisation extériorisés sont disponibles. Il convient de noter toutefois les opérations sur deux sociétés comparables :

- rachat en mai de 37 % de la société A par le groupe B : le ratio de valorisation externalisé pour cette transaction est de 2,1 fois le chiffre d'affaires de l'exercice en cours ;
- rachat en août de la société C par le groupe D : le ratio de valorisation externalisé pour cette transaction est de 2,5 fois le chiffre d'affaires du dernier exercice clos et 1,9 fois le chiffre d'affaires de l'exercice en cours.

6.3 La méthode dite « des flux de trésorerie actualisés »

La méthode dite « des flux de trésorerie actualisés » encore appelée méthode « des *DCF (discounted cash flow)* » repose sur le principe que la valeur d'un actif correspond à la valeur actuelle de tous les flux futurs qui lui sont attachés. Si nous supposons que les actionnaires attendent pour l'année à venir une rentabilité de leur investissement de 10 %, un dividende de 11 euros espéré dans un an entrera dans la valorisation de l'action à hauteur de 10 euros, sa valeur actuelle soit :

$$\frac{11}{1+10\ \%}$$

En effet, il est équivalent de disposer de 10 euros aujourd'hui et de les placer à 10 % ou de recevoir 11 euros après un an.

Cette technique n'est pas plus facile à mettre en œuvre que les précédentes car elle requiert une estimation des flux de trésorerie futurs, fondée sur l'appréciation de l'avantage concurrentiel, ainsi qu'un taux d'actualisation représentatif du niveau de risque de l'entreprise. L'évaluation est très sensible aux hypothèses retenues. Si l'on se base sur un taux d'actualisation de 10 % et un taux de croissance des flux de trésorerie futurs de 3 %, la valorisation d'une société peut diminuer d'un tiers lorsque les taux respectifs s'élèvent à 11,5 % et 1,5 %.

Copyright © 2015 AFNOR.

Éléments d'appréciation du prix d'émission – Valorisation par les DCF

Pour la méthode des DCF, les hypothèses suivantes ont été retenues pour l'estimation des flux futurs de trésorerie :

- un CA qui passe de 2,1 milliards d'euros à 4,5 milliards d'euros de l'année N + 1 à l'année N + 4, puis un taux de croissance annuel moyen de 16 % jusqu'en N + 10 ;
- un taux de croissance à l'infini de 2,0 % ;
- une marge opérationnelle courante attendue à 25 % ;
- un besoin en fonds de roulement qui représente près de 25 % du CA en N + 1 et qui décroît à 17,5 % du CA à partir de N +3 ;
- des dotations aux provisions de l'ordre de 5 % du CA en N + 1, 2,5 % en N + 2 puis 1,5 % à partir de N + 3 ;
- des dépenses d'investissement annuelles de 60 000 euros.

Le taux d'actualisation de 10,5 % est basé sur :

- un taux sans risque de 2 % (OAT[26] 10 ans) ;
- une prime de risque ajustée de 8,5 % composée :
  - d'une prime de risque du marché de 6,5 % (moyenne Stoxx 600/CAC 40) ;
  - d'une prime de risque « petites capitalisations » de 2 %.

La valeur d'équilibre obtenue par la méthode des *DCF* ressort à 15 milliards d'euros compte tenu d'un taux de croissance à l'infini de 2 % et d'un taux d'actualisation *(WACC – Weighted Average Cost of Capital)* de 10,5 %.

Copyright © 2015 AFNOR.

26 Les obligations assimilables du Trésor sont le support de l'endettement à moyen et long terme de l'État français. La maturité de ces titres est comprise entre deux et cinquante ans.

Bibliographie

Brun Mathieu, Cayssials Jean-Luc et Kremp Élisabeth, « Les PME-ETI cotées en Bourse : la crise accentue les disparités et souligne les différences de réactivité », in *Bulletin de la Banque de France*, 2e trimestre 2011, n° 184, pp. 71-92.

Jenkinson Tim et Jones Howard, *« Bids and Allocations in European IPO Bookbuilding »*, in *Journal of Finance*, n° 59, 2004, pp. 2309-2338.

Copyright © 2015 AFNOR.

Copyright © 2015 AFNOR.

Collection Droit & PME

L'affiliation
Véronique-Déborah Cohen
Réf. : 346 53 84

La location des actifs professionnels
Jean-Marc Moulin
Réf. : 346 53 85

La rupture conventionnelle
Xavier Berjot
Réf. : 346 53 37

La rupture du contrat de travail
Pierre Audiguier
Réf. : 346 53 43

Le bail commercial
Victoire de Bary
Réf. : 346 53 51

Le contrat d'externalisation informatique
Véronique-Déborah Cohen
Réf. : 346 53 64

Le droit du travail
Xavier Berjot
Réf : 346 54 81

Le contrat de maintenance informatique
Véronique-Déborah Cohen
Réf. : 346 54 05

Le licenciement
Xavier Berjot
Réf. : 346 53 83

Le patrimoine du dirigeant
Jean-Marc Moulin
Réf. : 346 53 40

Les délégués du personnel
Xavier Berjot
Réf : 346 54 37

Les logiciels libres
Véronique-Déborah Cohen
Réf : 346 54 47

Les responsabilités des dirigeants
Jean-Baptiste Rozès
Réf. : 346 53 48

Procédure prud'homale
Olivier Meyerauteur
Réf. : 346 53 12

Transmettre son entreprise
Jean-Marc Moulin
Réf. : 346 53 15

Copyright © 2015 AFNOR.

L'introduction en Bourse

Après une période d'accalmie dans le contexte de post-crise des *subprimes*, le nombre des introductions en Bourse repart à la hausse avec vigueur depuis deux ans. Ce livre, simple et accessible, répond aux questions des néophytes désireux de se lancer dans une telle démarche.

La première partie de ce petit guide décrypte le contexte juridique de l'entrée sur les marchés financiers. Les auteurs passent également en revue les différentes possibilités de cotation en Bourse pour les entreprises ainsi que les exigences et les conditions complémentaires qui leur sont propres.

La deuxième partie s'attache à décrire l'environnement économique et financier ainsi que les modalités pratiques d'entrée en Bourse.

Pour l'entreprise, cette opération sera l'occasion de clarifier sa stratégie et de fédérer ses partenaires ainsi que ses collaborateurs autour de son projet. La Bourse agira donc comme un accélérateur de croissance pour les petites structures… mais un mode d'emploi est nécessaire pour déjouer toutes les chausse-trappes !

Ce livre vous accompagnera tout au long de cette mise en œuvre en vous donnant tous les conseils nécessaires.

Droit & PME

Pour accéder à notre boutique,
scannez ce QR code
avec votre smartphone.

ISBN : 978-2-12-465484-0
www.afnor.org/editions